

الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم الاقتصاد والتخطيط

صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الاستثمار

في سوق الأوراق المالية

دراسة التجربة المصرية وإمكانية الاستفادة منها في سورية

بمحبة علمي لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد

إعداد

شادي أحمد زهرة

إشراف الدكتور

ياسر بو حسون

بسم الله الرحمن الرحيم

"هل يستوي الذين يعلمون والذين لا
يعلمون"

صدق الله العظيم

الإهداء

إلى الأعزاء على قلبي إلى من أحبهم وتحبوني

أبي العزيز

أمي الغالية

أخوتي سامس . سمس . رنيم

جدتي أم محمد

العصفورة سارة

كلمة شكر

لا يمكن للكلمات أن تُعبّر عن مدى شعوري بالشكر والامتنان والتقدير
والحبة للسيد الذي كان معيناً ومرشداً وعطاءً لا ينضب، وبذل الجهد الكبير في
سبيل مساعدتي في إنجاز هذا العمل

الأستاذ الدكتور ياسر بو حسون

كما أتوجه بالشكر والامتنان والتقدير إلى كل من ساعدني وقدم لي العون
لإتمام هذا البحث العلمي

شادي

فهرس الموضوعات

مقدمة

١٣

الفصل الأول . المبحث الأول

أسواق رأس المال

٢٤	نشأة السوق المالية
٢٤	تعريف السوق المالية
٢٥	السوق الأولي
٢٧	السوق الثانوي
٢٨	وسطاء وسماسرة الأوراق المالية
٢٩	الأوامر التي يصدرها العملاء
٣٠	كفاءة سوق الأوراق المالية
٣١	سمات السوق الجيد
٣٢	أهمية سوق الأوراق المالية

الفصل الأول . المبحث الثاني

الأوراق المالية ومؤشرات الأسهم

٣٥	السندات
٣٦	أنواع السندات
٣٩	الأسهم العادية
٤١	الأسهم الممتازة
٤٣	الاختيار
٤٣	العقود المستقبلية
٤٤	مؤشرات السوق
٤٤	الاستخدامات الأساسية للمؤشرات
٤٥	علاقة المؤشرات بالحالة الاقتصادية
٤٧	مؤشر داو جونز للبورصة المصرية تاتينز ٢٠

الفصل الأول . المبحث الثالث

أساليب الاستثمار المالي وطرقها في الأسواق المالية.

٥٠	طبيعة الاستثمار في الأوراق المالية
٥١	محددات القرار الاستثماري
٥٤	عوائد الاستثمار وطرق قياسها
٥٦	مخاطر الاستثمار
٥٦	الخطر العام أو خطر السوق (المخاطر المنتظمة)

٥٧	الخطر الخاص (المخاطر غير المنتظمة)
٥٨	الخطر الإجمالي
٥٨	مصادر المخاطر الكلية
٦١	معايير اختيار المستثمر لصندوق الاستثمار المناسب

الفصل الأول . المبحث الرابع

ماهية صناديق الاستثمار

٦٢	صناديق الاستثمار
٦٣	نشأة صناديق الاستثمار
٦٤	تصنيف صناديق الاستثمار حسب تداول وثائقها
٦٤	صناديق الاستثمار المغلقة
٦٤	صناديق الاستثمار المفتوحة
65	الاختلافات بين صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة
٦٥	تصنيف الصناديق وفقاً لمكونات التشكيلة
٦٧	تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للأهداف المقررة
٦٩	صناديق الاستثمار المتخصصة
٦٩	صناديق الاستثمار المشتركة التي تستثمر في العملات
٦٩	صناديق الاستثمار في المعادن الثمينة
٧٠	صناديق الاستثمار في قطاعات اقتصادية خاصة
٧٠	صناديق الاستثمار في حالات خاصة
٧١	الصناديق السيادية
٧١	ممتلكات الصناديق السيادية
٧٢	مزايا صناديق الاستثمار
٧٤	علاقة صناديق الاستثمار بالمؤسسات والأسواق المالية
٧٥	علاقة صناديق الاستثمار مع الأسواق المالية
٧٧	علاقة صناديق الاستثمار بالمؤسسات المالية

الفصل الثاني . المبحث الأول

الضوابط القانونية لصناديق الاستثمار في مصر

٨٠	نشأة صناديق الاستثمار في مصر
٨١	الشكل القانوني لصناديق الاستثمار
٨١	دواعي إدخال صناديق الاستثمار المباشر
٨٢	الغرض من إنشاء الصندوق
٨٢	وثائق الاستثمار

٨٤	حقوق حاملي وثائق الاستثمار
٨٤	الحد الأقصى لوثائق الاستثمار
٨٥	قيد الوثائق في البورصة
٨٥	شراء الأوراق المالية
٨٦	حماية حقوق حملة الوثائق
٨٧	مقارنة بين صناديق الاستثمار التي تؤسسها البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار في شكل شركات مساهمة

الفصل الثاني . المبحث الثاني

صناديق الاستثمار في مصر

٨٩	الوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار في مصر
٨٩	الهدف من إنشاء صناديق الاستثمار في مصر
٩٣	نوعية الخدمات التي تقدمها صناديق الاستثمار في مصر
٩٣	نوعية صناديق الاستثمار العاملة في مصر
٩٥	مزايا صناديق الاستثمار العاملة في مصر

الفصل الثاني . المبحث الثالث

إدارة صناديق الاستثمار في مصر .

١٠١	الشروط الواجب توافرها في مدير الاستثمار
١٠٢	الأعمال المحظورة على مدير الاستثمار
١٠٣	السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار
١٠٣	عناصر السياسة الاستثمارية
١٠٦	دور البنوك في نمو وإدارة صناديق الاستثمار في مصر
١٠٨	مثال عملي لصندوق استثمار في بنك
١٠٩	الاكتتاب في وثائق الاستثمار
١١٠	اعتبارات اختيار المستثمر لصندوق الاستثمار

الفصل الثالث . المبحث الأول

تقييم أداء صناديق الاستثمار العاملة في مصر

١١٧	تطور حجم صافي أصول الصناديق
١١٩	مقارنة بين الأنواع المختلفة من صناديق الاستثمار
١٢٤	تقييم أداء مدير الاستثمار
١٢٤	تقييم كفاءة مدير الاستثمار من ناحية متوسط العائد السنوي

١٢٨	تقييم كفاءة مدير الاستثمار من ناحية المخاطر
١٣٠	العلاقة بين حجم الصندوق والعائد السنوي
١٣٢	مقارنة عائد صناديق الاستثمار مع عائد مؤشر الهيئة العامة للسوق (عائد محفظة السوق)
١٣٦	مقارنة عائد الصناديق الإسلامية مع عائد محفظة السوق
١٣٦	مقارنة صناديق الاستثمار من منظور تحقيقها لأهدافها
١٣٨	مقارنة صناديق (العائد . النمو) من حيث السياسة الاستثمارية لها
١٣٩	المخاطر التي تتعرض لها صناديق الاستثمار
١٤٠	اختبار مستوى التنوع (المخاطر غير المنتظمة) في صناديق الاستثمار
١٤٣	مستوى التنوع
١٤٤	تقييم أداء الصناديق باستخدام مؤشر شارب وترينور
١٤٤	مقياس شارب
١٤٤	مقياس ترينور
١٤٦	تحليل أداء الصناديق باستخدام مؤشر شارب
١٤٨	تحليل أداء الصناديق باستخدام مؤشر ترينور
١٥٠	أهمية صناديق الاستثمار في التأثير على نوعية الاستثمارات

الفصل الثالث . المبحث الثاني

دور صناديق الاستثمار في رفع معدل الاستثمار في سوق الأوراق المالية في مصر.

١٥١	متغيرات الدراسة
١٥٢	المنهج الإحصائي المتبع في الدراسة التطبيقية
١٥٢	الارتباط البسيط
١٥٣	الانحدار البسيط
١٥٦	الانحدار المتعدد
١٥٧	تحليل الارتباط البسيط
١٥٨	تحليل الانحدار البسيط
١٧٤	تحليل الانحدار المتعدد
١٧٧	تحليل الانحدار المتدرج
١٨٠	تحليل النتائج

الفصل الثالث . المبحث الثالث

ضرورات وجود صناديق الاستثمار في سورية

١٨٤	أولاً: الكتلة النقدية غير المستثمرة في البنوك.
١٩٠	ثانياً: انخفاض الوعي المالي لدى الجمهور.
١٩٠	نظرة المستثمر لسوق الأوراق المالية.

١٩١	معرفة المستثمر بمفاهيم سوق الأوراق المالية.
١٩٢	مستوى الدخل.
١٩٢	الهدف من الاستثمار.
	تصور استشرافي مستقبلي لإقامة صناديق الاستثمار في سورية
١٩٤	قانون سوق الأوراق المالية
١٩٧	أولاً: أهداف الصندوق.
١٩٩	ثانياً: الرقابة.
٢٠١	ثالثاً: مدير الاستثمار.
٢٠٣	الخاتمة
٢٠٥	النتائج
٢٠٧	المقترحات
٢٠٩	المراجع

فهرس الجداول

٤٣	الجدول رقم (١) خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية
٦٥	الجدول رقم (٢) الاختلافات بين صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة
٧٧	الجدول رقم (٣) العلاقة بين المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار
٨٧	الجدول رقم (٤) مقارنة بين صناديق الاستثمار التي تؤسسها البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار في شكل شركات مساهمة
٩٤	الجدول رقم (٥) بعض صناديق الاستثمار العاملة في مصر
٩٧	الجدول رقم (٦) أنواع صناديق الاستثمار العاملة في مصر
٩٩	الجدول رقم (٧) صناديق الاستثمار العاملة في مصر
١١٤	الجدول رقم (٨) مقارنة بين صناديق كريدي أكرىكول من ناحية رسوم الإصدار والاسترداد
١١٧	الجدول رقم (٩) تطور حجم صافي أصول الصناديق
١٢٠	الجدول رقم (١٠) مقارنة بين صندوقى بنك مصر الأول والثاني
١٢١	الجدول رقم (١١) مقارنة بين صناديق استثمار متوازنة وصناديق استثمار أسهم
١٢٢	الجدول رقم (١٢) مقارنة بين البنك المصري الخليجي واوريننت تراست
١٢٣	الجدول رقم (١٣) مقارنة بين البنك المصري الخليجي واوريننت تراست (بعد التعديل)
١٢٥	الجدول رقم (١٤) مقارنة بين مدراء الاستثمار في مصر من ناحية متوسط العائد السنوي
١٢٦	الجدول رقم (١٥) متوسط العائد السنوي لمدراء الاستثمار
١٢٦	الجدول رقم (١٦) حساب معامل الارتباط بين متوسط العائد وعدد الصناديق
١٢٨	الجدول رقم (١٧) متوسط العائد السنوي لمدراء الاستثمار العاملين في مصر
١٢٨	الجدول رقم (١٨) معامل الارتباط بين متوسط العائد السنوي لمدراء الاستثمار وعائد محفظة السوق
١٢٩	الجدول رقم (١٩) مقارنة بين مدراء الاستثمار في مصر من ناحية المخاطر
١٣٠	الجدول رقم (٢٠) العلاقة بين حجم الصندوق والعائد السنوي
١٣١	الجدول رقم (٢١) حساب معامل الارتباط بين حجم الصندوق والعائد السنوي
١٣٢	الجدول رقم (٢٢) مقارنة معدل عائد صناديق الاستثمار مع عائد محفظة السوق
١٣٦	الجدول رقم (٢٣) مقارنة معدل عائد الصناديق الإسلامية مع عائد محفظة السوق
١٣٧	الجدول رقم (٢٤) حساب متوسط العائد لصناديق الاستثمار
١٣٧	الجدول رقم (٢٥) مقارنة عائد صناديق الاستثمار من منظور أهدافها
١٣٨	الجدول رقم (٢٦) حساب متوسط عائد صناديق (العائد - النمو) حسب أنواعها
١٣٨	الجدول رقم (٢٧) مقارنة عائد صناديق (العائد - النمو) حسب أنواعها

١٤١	الجدول رقم (٢٨) مقارنة صناديق الاستثمار من حيث درجة المخاطر ومن حيث قوة العلاقة بين عائد الصندوق وعائد محفظة السوق.
١٤١	الجدول رقم (٢٩) مقارنة صناديق الاستثمار من حيث درجة المخاطر من منظور أهدافها
١٤٣	الجدول رقم (٣٠) مقارنة صناديق الاستثمار من حيث قيمة معامل التحديد.
١٤٦	الجدول رقم (٣١) مقارنة أداء صناديق الاستثمار باستخدام مؤشر شارب
١٤٨	الجدول رقم (٣٢) مقارنة أداء صناديق الاستثمار باستخدام مؤشر ترينور
١٥٦	الجدول رقم (٣٣) بيانات صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية المصرية
١٥٧	الجدول رقم (٣٤) حساب معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة (صناديق الاستثمار) والمتغيرات التابعة (سوق الأوراق المالية المصرية)
١٥٧	الجدول رقم (٣٥) معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة (صناديق الاستثمار) والمتغيرات التابعة (سوق الأوراق المالية المصرية)
١٧٥	الجدول رقم (٣٦) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بين المتغيرين المستقلين X_1 و X_2 على المتغير التابع Y_1
١٧٥	الجدول رقم (٣٧) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بين المتغيرين المستقلين X_1 و X_2 على المتغير التابع Y_3
١٧٦	الجدول رقم (٣٨) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بين المتغيرين المستقلين X_1 و X_2 على المتغير التابع Y_4
١٧٦	الجدول رقم (٣٩) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بين المتغيرين المستقلين X_1 و X_2 على المتغير التابع Y_5
١٧٧	الجدول رقم (٤٠) حساب قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين المستقلين X_1 و X_2
١٨٠	الجدول رقم (٤١) العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة نتائج تحليل الانحدار البسيط
١٨٠	الجدول رقم (٤٢) العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة نتائج تحليل الانحدار المتدرج
١٨٦	الجدول رقم (٤٣) أرصدة الودائع والقروض لدى المصارف الخاصة
١٨٨	الجدول رقم (٤٤) أرصدة الودائع والقروض لدى المصارف العامة
١٨٩	الجدول رقم (٤٥) بدلات التأمين المحصلة والمبالغ المدفوعة لدى المؤسسة العامة السورية للتأمين

فهرس الأشكال

الصفحة

الشكل

٧٤	الشكل رقم (١) العلاقة بين صناديق الاستثمار والأسواق والمؤسسات المالية
٩٦	الشكل رقم (٢) توزيع استثمارات صندوق كريدي اكريكول الأول
٩٧	الشكل رقم (٣) الأنواع المختلفة من صناديق الاستثمار
١١٨	الشكل رقم (٤) معدل نمو صافي قيمة الأصول لصناديق الاستثمار
١٢٣	الشكل رقم (٥) صناديق الاستثمار العاملة في مصر
١٢٥	الشكل رقم (٦) المقارنة بين متوسط العائد السنوي لمدراء الاستثمار
١٣٣	الشكل رقم (٧) المقارنة بين عائد صناديق الاستثمار مع عائد محفظة السوق
١٣٧	الشكل رقم (٨) متوسط العائد السنوي لصناديق الاستثمار حسب أهدافها
١٣٩	الشكل رقم (٩) متوسط العائد السنوي لصناديق استثمار (العائد - النمو)
١٦٠	الشكل رقم (١٠) أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y_1 (رأس المال السوقي)
١٦٢	الشكل رقم (١١) أثر المتغير المستقل X_2 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y_1 (رأس المال السوقي)
١٦٤	الشكل رقم (١٢) أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y_3 (عدد الشركات المتداولة)
١٦٦	الشكل رقم (١٣) أثر المتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم الصناديق) في المتغير التابع Y_3 (عدد الشركات المتداولة)
١٦٨	الشكل رقم (١٤) أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y_4 (قيمة التداول)
١٧٠	الشكل رقم (١٥) أثر المتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم الصناديق) في المتغير التابع Y_4 (قيمة التداول)
١٧٢	الشكل رقم (١٦) أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y_5 (معدل دوران السهم)
١٧٤	الشكل رقم (١٧) أثر المتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم الصناديق) في المتغير التابع Y_5 (معدل دوران السهم)
١٨٧	الشكل رقم (١٨) الفجوة بين ودائع المصارف الخاصة وقروضها
١٨٨	الشكل رقم (١٩) الفجوة بين ودائع المصارف العامة وقروضها
١٨٩	الشكل رقم (٢٠) الفجوة بين المبالغ المدفوعة والمحصلة في المؤسسة العامة السورية للتأمين

مقدمة:

تُعدُّ صناديق الاستثمار إحدى صيغ الاستثمار الجماعي للمدخرات نيابةً عن الآخرين، وتلعب دوراً مهماً في أسواق الأوراق المالية وذلك كوسيلة فعالة لتجميع المدخرات وإتاحة فرص الاستثمار لصغار المستثمرين تحت إشراف أجهزة متخصصة وإدارات محترفة. والمستثمرون المستهدفون لهذه الصناديق هم المذین لا تتوفر لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين محفظة الأوراق المالية الخاصة بهم، أو أولئك الذين تتوافر لهم الموارد المالية ولكن تنقصهم الخبرة والدراية أو ليس لديهم الوقت الكافي لإدارة تلك المحافظ.

أما الأوراق المكونة لمحفظة الصندوق فهي ذات تداول عام مثل الأسهم والسندات وأذون الخزنة، وليس من حق المستثمر أن يدعي ملكية أوراق معينة داخل المحفظة، إنما يتمثل حقه فقط في حصة في المحفظة ككل يحصل فيما يقابلها على وثيقة دالة على ذلك. وتعود هذه الفكرة إلى العرب قبل الإسلام، حيث كان بعضهم يستأمن تجاراً عرفوا بالأمانة والخبرة، يقوم بإيداع أمواله لديهم ليتاجروا له بها ثم يقتسموا المربح والخسارة الناتجة عن التجارة بعد أجل معين.

ومع تطور الحياة الاقتصادية، وتنوع حاجات المجتمع نشأت المؤسسات المالية لمقابلة حاجات الأفراد. حيث ظهرت صناديق الاستثمار كإحدى المؤسسات المالية لمقابلة حاجات المدخرين غير القادرين على الاستثمار المباشر في سوق الأوراق المالية.

وقد نشأت صناديق الاستثمار نتيجةً لظهور شركات الاستثمار التي بدأت في النصف الثاني من القرن التاسع عشر، حيث بدأت التجربة البريطانية في عام ١٨٧٠، أما في الولايات المتحدة فكانت بداية ظهور شركات الاستثمار بعد الحرب العالمية الأولى.

وفي المنطقة العربية بدأ أول صندوق استثمار في كانون الأول ١٩٧٩ في السعودية، وفي سلطنة عمان تأسس أول صندوق في مارس عام ١٩٩٤.

أما في مصر فقد أُستحدثت صناديق الاستثمار إثر صدور قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

أهمية البحث:

توجد مجموعة من الدراسات والبحوث التي تناولت الأسواق المالية وصناديق الاستثمار وأثر الصناديق في سوق الأوراق المالية - وهذه البحوث والدراسات موجودة في قائمة المراجع المذكورة لاحقاً □ وقد استفدت من هذه المراجع في إعداد مشروع البحث من ناحيتين: ناحية المنهجية وناحية الأفكار التي طرحتها. حيث إنَّ التعمق في دراسة هذه المراجع يقودنا لفهم أفضل لمفهوم صناديق الاستثمار ولكن نجد أنَّ معظم المراجع المذكورة يغلب عليها الطابع النظري في دراسة صناديق الاستثمار، ونجد قلة الدراسات التي تتناول تجارب صناديق الاستثمار، ومن هنا تأتي أهمية هذا البحث في دراسة تجربة صناديق الاستثمار في مصر، ويأتي اختيارنا لمصر لكونها بلداً عربياً يتشابه في عاداته الاجتماعية مع عاداتنا إضافةً إلى أن هذا البلد شهد في السنوات الأخيرة تحولات جذرية في السياسة الاقتصادية في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي تتبناه الدولة لتحرير الاقتصاد وترك آليات السوق تحكم سلوك المستثمرين والمدخرين، ونجد أن هناك توجهاً مشابهاً إلى حدٍّ ما في سورية. ثم نتوقف عند إيجابيات التجربة المصرية وسلبياتها بهدف الاستفادة منها عند إقامة صناديق للاستثمار في سورية.

ومن هنا تأتي أهمية هذا البحث ومبرراته كون هذه الدراسة لم تلاقِ ما تستحقه من البحث في سورية.

مشكلة البحث:

إن المشكلة الأساسية التي يتناولها البحث هي أن إقامة سوق للأوراق المالية لا يؤدي بالضرورة إلى تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية وذلك للأسباب التالية:

- يمتنع الأفراد عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية نتيجة لعدم توافر الخبرة الضرورية للاستثمار الآمن في الأوراق المالية.

- يمتنع الأفراد عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية لعدم حيازتهم على الأموال الكافية لتشكيل محفظة الأوراق المالية الخاصة بهم والتي تقلل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر.
- قد تشكل العمولات التي يدفعها كل من بائع الأوراق المالية ومشتريها عائقاً يمنع إتمام الصفقات وخصوصاً عندما يكون عدد الأوراق المالية محل الصفقة قليلاً.

أهداف البحث:

- التعرف على ماهية سوق الأوراق المالية ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني
- التعرف على ماهية صناديق الاستثمار ومزاياها.
- دراسة تجربة صناديق الاستثمار في مصر بهدف الاستفادة منها في وضع تصور نظري لإقامة مثل هذه الصناديق في سورية.
- تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر من خلال النقاط الآتية :
 - تقييم كفاءة مديري الاستثمار.
 - مقارنة أداء الصناديق بأداء مؤشر البورصة.
 - قياس المخاطر التي تتعرض لها صناديق الاستثمار ومستوى التنوع فيها.
 - دراسة العلاقة بين حجم الصناديق والعائد السنوي لها.
- إن التقييم السابق يهدف إلى توصيف صندوق الاستثمار الأفضل أداءً في مصر، والذي نصح به المستثمر عند رغبته في الاستثمار في صناديق الاستثمار العاملة في مصر.
- دراسة أثر صناديق الاستثمار في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية.

فرضيات البحث:

تنطلق الدراسة من الفرضيات الآتية :

- وجود علاقة وتفاعل بين سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
- إقامة صناديق الاستثمار يؤدي إلى تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية.
- تؤثر أعداد الصناديق بصورة أكبر من أحجامها في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية.

منهج البحث:

المنهج النظري: سيعتمد البحث على المنهج النظري في الفصل الأول في دراسة مفهوم سوق الأوراق المالية وطبيعته وآلية التعامل فيها بالإضافة إلى دراسة أنواع الأوراق المالية وماهية صناديق الاستثمار.

المنهج الوصفي التحليلي: حيث يقوم الباحث بتحليل البيانات المتاحة الخاصة بصناديق الاستثمار العاملة في مصر.

المنهج الإحصائي: يقوم الباحث بتطبيق بعض النماذج الإحصائية لإيضاح دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

أسلوب البحث:

الدراسة النظرية: اعتمد الباحث في دراسته النظرية على مجموعة من الكتب والمراجع العربية والأجنبية، التي تطرقت لموضوع صناديق الاستثمار، إضافة إلى الأبحاث التي تطرقت إلى الموضوع نفسه.

الدراسة التطبيقية: اعتمد الباحث في الدراسة التطبيقية على البيانات والأرقام الصادرة عن الهيئة العامة لسوق المال في مصر، التي تقدمها شركة مصر لذكر المعلومات EGID، Egypt for Information Dissemination.

أساليب الدراسة التطبيقية:

الطرق التقليدية: اعتمد الباحث على حساب معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق، ومقارنة الصناديق فيما بينها، ومقارنتها بعائد محفظة السوق.

النماذج الكمية: اعتمد الباحث على نموذجي شارب وترينور لتقييم أداء الصناديق، ويُعد هذان النموذجان من أهم النماذج التي تأخذ العائد الذي يدره الأصل بعين الاعتبار إلى جانب المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد.

الأساليب الإحصائية: تحليل الارتباط البسيط - تحليل الانحدار البسيط - تحليل الانحدار المتعدد - تحليل الانحدار المتدرج.

الدراسة الاستطلاعية: تهدف الدراسة الاستطلاعية إلى التعرف على مستوى الوعي المالي لدى الجمهور في سورية، حيث قام الباحث بطرح مجموعة من الأسئلة على عينة من الجمهور، وقد تمحورت الأسئلة حول النقاط الآتية:

- نظرة المستثمر إلى سوق الأوراق المالية.
- معرفة المستثمر بمفاهيم سوق الأوراق المالية.
- مستوى الدخل.
- الهدف من الاستثمار.

حدود البحث:

الحدود الزمنية:

تمتد فترة البحث ابتداءً من العام الموافق لتأسيس كل صندوق استثمار. وحتى شهر أيار من عام ٢٠٠٨.

الحدود التطبيقية:

تمّ التطبيق على صناديق الاستثمار العاملة في مصر خلال فترة البحث.

مكان البحث وزمانه:

الجمهورية العربية السورية، دمشق، جامعة دمشق، ٢٠٠٧، ٢٠٠٨، ٢٠٠٩

الدراسات السابقة:

يتناول الباحث مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت جوانب معينة من جوانب صناديق الاستثمار العاملة في مصر، وفيما يلي أهم هذه الدراسات:

أولاً: صناديق الاستثمار في مصر - الأموال والإدارة - دراسة مقارنة، الأستاذ عمرو مصطفى أبو زيد - ١٩٩٧ - ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل.

تناولت الدراسة تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر، من حيث التنظيم القانوني لأموال الصناديق ومن ثم إدارة صناديق الاستثمار، حيث تمّ التطرق إلى أعمال مدير الاستثمار، والمقارنة بين الاستثمار في الأسهم المصرية، والأوراق المالية الأجنبية، والاقتراض من الغير، ووثائق الصناديق.

وفي النهاية قدم الباحث مجموعة من التوصيات نذكر أهمها:

١. التركيز على نشر الوعي بمشروعية صناديق الاستثمار.

٢. التوسع في السماح للصناديق بدخول مجالات استثمارية غير الاستثمار في الأوراق المالية لجذب مزيد من المدخرات.

٣. إصدار تعديل تشريعي يراعي المساواة بين مديري الاستثمار المصريين والأجانب من الناحية القانونية.

٤. العمل على تحسين الخدمات التي يقدمها مديرو الاستثمار إلى حملة الوثائق.

ثانياً: تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر مع التركيز على صناديق البنك الأهلي المصري ، الدكتور عصام خليفة - ١٩٩٧ - ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل.

قام الباحث بتناول مزايا صناديق الاستثمار ودورها كوسائل خارجية وكوسيلة استثمارية ، ثم انتقل الباحث إلى تقييم تجربة صناديق الاستثمار المحلية العاملة في مصر بوجه عام مع التركيز على صناديق البنك الأهلي الأول والثاني وتوصل الباحث إلى مجموعة من الاستنتاجات نذكر أهمها:

١. للمقارنة العادلة بين أداء صناديق الاستثمار يجب تثبيت فترة الدراسة لكافة الصناديق العاملة في مصر واعتبار أسعار الوثائق في بداية هذه الفترة أساساً للمقارنة.

٢. حققت صناديق البنك الأهلي عائداً مميزاً منذ بدء النشاط.

٣. يتضح من مقارنة مجموعات الصناديق ارتفاع متوسط عائد الصناديق التي دخلت إلى السوق حديثاً من منتصف عام ١٩٩٦ وعاصرت فترة الانتعاش الكبيرة في أسعار الأسهم منذ ذلك التاريخ.

٤. تتسم إدارة صناديق البنك الأهلي المصري بالتحفظ والحيطه وعدم المغامرة غير المحسوبة.

٥. أثبتت صناديق الاستثمار بصفة عامة وصناديق البنك الأهلي المصري بصفة خاصة مدى قدرتها على تحقيق عائد جيد للمستثمرين الأفراد الراغبين في دخول ميدان الاستثمار في سوق المال.

ثالثاً: تقييم سياسات الاستثمار لصناديق الاستثمار في البنوك المصرية - مع التركيز على صناديق البنك الأهلي المصري ، حسن محمد محمد حافظ - ٢٠٠٠ - رسالة ماجستير في إدارة الأعمال - كلية التجارة - جامعة عين شمس.

تذبح أهمية البحث من الناحية العلمية في سد الفجوة الموجودة في الأبحاث والدراسات التي تتناول تقييم سياسات وأداء صناديق الاستثمار.

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في تقييم سياسات الاستثمار الموضوعة لصناديق الاستثمار العاملة في سوق رأس المال المصري التي أسستها البنوك المصرية، وذلك من خلال دراسة أثر السياسات المتبعة لصناديق الاستثمار التي أسستها البنوك على مستويات العائد والمخاطرة المحققة بها، وهل تختلف معدلات العائد والمخاطرة المحققة باختلاف السياسات الاستثمارية التي يتبعها كل صندوق حسب نوع الصندوق والهدف منه. لذلك كيف يتم تقييم العائد والمخاطرة؟

وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

١. ضعف قدرة مديري الاستثمار على اختيار الأوراق المالية والتوقيت السوقي والتنويع.

٢. بخصوص العوامل التي تؤثر في مخاطر الصندوق فهي تتمثل بما يلي:

• صافي قيمة أصول الصناديق.

• المصروفات كنسبة من صافي أصول الصناديق.

• الهدف الاستثماري للصندوق.

وقدمت الدراسة مجموعة من التوصيات أهمها:

١. لابد أن يتم صياغة السياسات الاستثمارية الواردة بنشرات الاكتتاب بصورة واضحة

تفصيلية.

٢. يجب أن تشمل سياسات الاستثمار الواردة بنشرات الاكتتاب الخاصة بالصناديق

مؤشراً مرجعياً لقياس أداء صناديق الاستثمار على أن يكون مؤشراً للأداء النشطة التي تمثل قاعدة الاختيار لصناديق الاستثمار.

٣. لابد من العمل على إدخال أدوات مالية جديدة كأدوات إدارة المخاطر مثل العقود

المستقبلية والمبادلات والخيارات.

رابعاً: تنشيط سوق رأس المال في مصر عن طريق تطوير الأدوات المالية ، يا سر
إسماعيل حسن - ١٩٩٩ - رسالة دكتوراه في المحاسبة والمراجعة - كلية التجارة - جامعة
الإسكندرية.

تناول الباحث مجموعة من النقاط أهمها:

١. هل تقارب عوائد صناديق الاستثمار في الفترات الزمنية نفسها وارتباط أدائها بأداء السوق يقلل من أهمية مديري الاستثمار؟.

٢. هل استطاعت إدارة صناديق الاستثمار في مصر أن تحقق للمستثمر عوائد أفضل من السوق؟.

٣. هل استطاعت صناديق الاستثمار أن تنتقي أفضل الأسهم للاستثمار فيها؟
وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

١. هناك أخطاء وقع بها مدراء الصناديق عند اختيار محافظ الأوراق المالية الخاصة بالصندوق.

٢. إن القرارات الاستثمارية لمديري الاستثمار لها أهمية خاصة في التأثير على نتائج أعمال الصندوق.

٣. إن أخذ عنصر المخاطرة بعين الاعتبار عند تقييم أداء صناديق الاستثمار يؤدي إلى اختلاف نتائج التقييم.

خامساً: تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر، مدخل محاسبي كمي، الدكتور عز الدين فكري تهامي - ١٩٩٧ - ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل.

تناول الباحث مفهوم صناديق الاستثمار وأهميتها للمستثمر الفرد والاقتصاد القومي، ثم بيان لأنواع صناديق الاستثمار المنشأة في مصر، ثم انتقل الباحث لتقييم أداء صناديق الاستثمار باستخدام الطرق التقليدية والنماذج الكمية (شارب وترينور)، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

١. تُعدُّ صناديق الاستثمار من الأوعية المالية الجديدة في سوق المال المتي تحقق العديد من المزايا للمستثمرين.

٢. إن النماذج الكمية مثل نموذج شارب ونموذج ترينور تمكّن من قياس أداء صناديق الاستثمار على نحو أدق من الطرق التي تعتمد على قياس العائد.

٣. إن تقييم أداء صناديق الاستثمار يعتمد بصفة أساسية على البيانات والمعلومات الواردة بالقوائم المالية لها، مما يتطلب ضرورة أن تُفصح تلك القوائم بصورة ملائمة عن جميع البيانات والمعلومات التي تمكّن المستثمرين الحاليين والمرتقبين من تقييم أداء صناديق الاستثمار.

وفي ضوء النتائج السابقة أوصى الباحث بما يلي:

١. أن تقف الدولة إلى جانب صناديق الاستثمار، وتعمل على إزالة ما قد يواجهها من مشكلات.

٢. ضرورة الاعتماد على النماذج الكمية في تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر.

٣. أن تُعد القوائم المالية المنشورة لصناديق الاستثمار في مصر في ضوء متطلبات معيار العرض والإفصاح العام للمؤسسات المالية.

سادساً: قياس كفاءة وفاعلية سوق الأوراق المالية المصرية ودورها في عملية الإصلاح الاقتصادي، سمير محمد علي حسن - ٢٠٠٥ - رسالة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد - كلية التجارة - جامعة عين شمس.

استعرض الباحث الأساليب المتبعة لاختبار كفاءة الأسواق المتتي تعمل في ظل المستويات الثلاثة للكفاءة:

- اختبار كفاءة الأسواق باستخدام قوانين التصفية أو التنقية.
 - الاختبارات التي تقيس سرعة رد فعل السوق حيال المعلومات الجديدة التي ترد إليه.
- وتوصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها:

١. إن اختبار فرضية كفاءة السوق قد لا تكون أفضل الوسائل لقياس كفاءة السوق.

٢. أثبتت العديد من الدراسات أن العاملين بأسرار الشركات، من كبار المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة، وكبار المسؤولين، يحققون أرباحاً تزداد عن المعتاد عند تعاملهم في أسهم شركاتهم.

٣. إن وجود الفقاعات يمثل تحدياً لنظرية السوق الكفاء، حيث تمثل الفقاعات التي تحيط بالسعر أخطاء في تسعير الأوراق المالية.

٤. يتحقق شرط توازن المستثمر عندما يتساوى معدل العائد المتوقع بالنسبة لكافة الأوراق المالية.

٥. تستمر الأسعار على حالها بدون تغيير ما لم تتعرض لقوى خارجية تؤثر عليها وتدفعها إلى التغيير في اتجاه معين.

في حين تمثلت أهم التوصيات فيما يلي:

١. ضرورة العمل على زيادة عنصر الإفصاح والشفافية والحد من التداولات التي تتم بناءً على معلومات خاصة.

٢. الدراسة الكافية لكافة الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية العالمية لتبني ما يتناسب مع معتقدات وقيم المجتمع المصري.

٣. الحد من انتشار ظاهرة الفقاعات المصاحبة لأسعار بعض الأوراق المالية، من خلال إلزام الشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية بالإعلان عن وجود أو عدم وجود ما يبرر الارتفاعات المتتالية للسعر.

٤. الحد من ظاهرة سلوك القطيع في التعاملات من خلال تنمية الوعي الاستثماري لدى المتعاملين بالسوق ونشر ثقافة التقييم البسيط للأسهم المتداولة كمضاعف السعر.

٥. العمل على خفض تكلفة المعاملات.

٦. تشجيع التداول من خلال الانترنت.

سابعاً: التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار ، هشام الخفاوي - ٢٠٠٦ - رسالة

ماجستير - كلية الحقوق - جامعة القاهرة.

تتعلق الرسالة بالجوانب القانونية والتشريعية المتعلقة بصناديق الاستثمار العاملة في مصر. حيث تناول الباحث علاقة صناديق الاستثمار مع شركات الاستثمار وبنوك الأعمال والشركات المالية وشركات التنمية والتأمين، ومن ثم إجراءات التأسيس والترخيص بإنشاء صندوق الاستثمار، فاستعرض الباحث نظام التأسيس في القانون الفرنسي ومن ثم المصري بهدف المقارنة.

الفصل الأول

سوق الأوراق المالية ودورها في تنشيط الاستثمار وتنمية الاقتصاد الوطني

المبحث الأول: أسواق رأس المال.

المبحث الثاني: الأوراق المالية ومؤشرات الأسهم.

المبحث الثالث: أساليب الاستثمار المالي وطرقها في

الأسواق المالية.

المبحث الرابع: ماهية صناديق الاستثمار.

الفصل الأول - المبحث الأول

أسواق رأس المال

نشأة السوق المالية

تحتل الأسواق المالية مكانةً مميزةً في الاقتصاد الرأسمالي، وتُعدّ من دعائمه الأساسية، وتجسّد مبدأ هاماً من مبادئ الفكر الاقتصادي الغربي؛ وهو مبدأ الحرية الاقتصادية.

إن أول سوق رسمي في العالم للأوراق المالية تمّ إنشاؤه في القرن السادس عشر في أوروبا الغربية بينما أول بورصة للأوراق المالية تمّ إنشاؤها في لندن في عام ١٧٧٣^١.

أما أصل كلمة "بورصة" فيعود إلى اسم عائلة فان در بورسن (Van der Bursen) البلجيكية التي كانت تعمل في مجال البنوك، واتفق على أن يكون الفندق الذي تملكه هذه العائلة بمدينة بروج (Bruges) مكاناً لالتقاء التجار المحليين في فترة القرن الخامس عشر، فأصبح بمرور الزمن رمزاً لسوق رؤوس الأموال وبورصة للسلع. جاء أول نشر لما يشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول عام ١٥٩٢ بمدينة انفرز (Anvers)^٢

تعريف السوق المالية:

يمكن تعريفها بأنها "تجمع تجاري يلتقي فيه المتعاملون لإجراء صفقات البيع والشراء للأصول المالية المتداولة، وذلك من خلال الوسطاء والسماسرة، الذين يسهلون إجراء الصفقات، وتسهم السوق في تجميع المدخرات الوطنية واستثمارها بحيث تحقق الاستخدام الكفء للموارد المتاحة، وتؤدي لزيادة معدلات النمو الاقتصادي"^٣ وتُعرف كذلك "بالمكان الذي يتم فيه تقويم أسعار الأوراق المالية وقياس عوائدها"^٤. كذلك تُعرف بأنها "عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين"^٥ كذلك تُعرف بأنها "سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة سواء في

١ الأنصاري، أسامة عبد الخالق - ٢٠٠٨ - الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة - دار السحاب للنشر والتوزيع - مصر، ص. ٢١-٢٢.

٢ ٢٠٠٩-٠٧-٢٣ http://en.wikipedia.org/wiki/Mutual_Funds - wikipedia - Free Encyclopedia.

٣ كنعان، علي - ٢٠٠٩ - الأسواق المالية - منشورات جامعة دمشق - سوريا، ص ٢٣.

٤ Mcmenamin, J, **Financial Management**, London , 1999 , p.72.

٥ حنفي، عبد الغفار - ٢٠٠٥ - أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - الدار الجامعية - مصر، ص. ٣٩.

شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة وهي بذلك توفر المكان والأدوات والآلية التي تمكن الشركات والسماسرة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغباتهم بأعمال التبادل أو إتمام المبادلات أو المعاملات بيعاً وشراءً بسهولة ويسر^١، وتعرّف بأنها "الأسواق التي يتم فيها إصدار الأصول المالية وتداولها (بيع وشراء) كالأسهم والسندات"^٢، وتعرّف بأنها "سوق مستمرة، يجتمع فيها المشترون والبائعون الذين يرغبون في التعامل بشراء وبيع سندات الحكومة وأسهم الشركات المقبولة بتسعيرة البورصة، وتتم جميع الصفقات عن طريق السماسرة المعتمدين"^٣، وتُعرّف حسب وظائفها بأنها "الوظيفة الأولية لسوق الأوراق المالية تسهيل عملية قيام البائعين والمشتريين (المستثمرين) للأوراق المالية بتبادل هذه الأوراق عن طريق الشراء والبيع"^٤.

ويعرفها الباحث بأنها: المكان أو الآلية التي يجري من خلالها إصدار الأوراق المالية وتداولها بيعاً أو شراءً، بحيث تكون هذه السوق سبباً في تجميع المدخرات، وتنميتها لدى الأفراد أو المؤسسات المختلفة، وتوجيهها نحو قنوات استثمارية بما يحقق مصلحة الاقتصاد.

السوق الأولي Primary Market:

هو عبارة عن السوق الذي يتم فيه بيع الأوراق المالية عند إصدارها للاكتتاب العام، أو الخاص Private or Public Subscription لأول مره^٥، وذلك لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية، تتصف عملية الإصدار بأنها غير دورية، وغير متكررة^٦، وقد أوجب المشرع ضرورة نشر بيانات معينة على الجمهور عند دعوته للاكتتاب حتى يُقبل عليها وهو على بينة من أمره مثل: بيان تاريخ بداية السنة المالية ونهايتها، بيان عن طريق توزيع الربح الصافي للشركة^٧، وغيرها.

١ جودة، صلاح السيد . ٢٠٠٠ . بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً . مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية . الطبعة الأولى . مصر، ص. ١١.

٢ عبد الحافظ، السيد البدوي . إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة . دار الفكر العربي . القاهرة، ص. ٥٠.

٣ Webster's New World Encyclopedia, 1st ed - New York: Prentice Hall - 1993 - P.788.

٤ الأنصاري، أسامة عبد الخالق - ٢٠٠٨ - الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة - دار السحاب للنشر والتوزيع - مصر، ص. ١٩.

٥ المرجع السابق، ص. ٢٠.

٦ حنفي، عبد الغفار - ٢٠٠٥ - أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - الدار الجامعية - مصر، ص. ٤٣.

٧ العرييد، عصام فهد - ٢٠٠٢ - الاستثمار في بورصات الأوراق المالية - دار الرضا للنشر - سوريا، ص. ٢١.

هناك أكثر من أسلوب لتصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية:

١. الإصدار من خلال بنوك الاستثمار: بنك الاستثمار عبارة عن مؤسسة مالية تمتلك الخبرة في مجال إصدار الأوراق المالية، يلجأ إليها في بعض الأحيان أصحاب الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية لطلب المساعدة في عملية إصدار وتوزيع الأوراق المالية^١. فبنك الاستثمار لا يخرج عن كونه وسيطاً بين الجهة العارضة للورقة المالية (الشركة المصدرة) والجهة الطالبة (جمهور المستثمرين المحتملين لهذه الورقة)^٢، وقد تتولى بنوك الاستثمار شراء الأوراق المالية التي تُصدرها الشركات المساهمة وتقوم بإعادة بيعها للمستثمرين بأسعار أعلى^٣.

٢. البيع المباشر Direct Approach : عندها يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية مباشرة من الشركة المصدرة للأوراق المالية^٤.

٣. المزاد Auction Approach: هذا الأسلوب تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية لتصريف الأوراق التي تصدرها، حيث تدعو المستثمرين، المحتملين و يتم بيع الأوراق المصدرة بالمزاد، ويتم قبول السعر الأعلى ثم الأدنى فالأدنى حتى يتم تصريف كامل الأوراق^٥.

وتتلخص أهم الخدمات التي تقدمها بنوك الاستثمار فيما يلي:

١. تقديم الاستشارة في مرحلة ما قبل الإصدار، من حيث دراسة حالة السوق المالية، والمركز المالي للشركة، وتوقيت الإصدار، وسعر الإصدار المناسب^٦.
٢. وظيفة تنفيذ التعهد: بتغطية الإصدار وتحمل المخاطر^٧.
٣. وظيفة بيع الأوراق المالية وتوزيعها.

١ عبد الحافظ، السيد البدوي - إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة - دار الفكر العربي - القاهرة، ص. ١٤.

٢ هندي، منير إبراهيم. ١٩٩٧. الأوراق المالية و أسواق رأس المال. منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ص ٨٤.

٣ الأنصاري، أسامة عبد الخالق - ٢٠٠٨ - الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة - دار السحاب للنشر والتوزيع - مصر، ص. ٢١.

٤ المرجع السابق، ص. ٢٠.

Schall, L., Haley, C. **Introduction to Financial Management**. N.Y.: McGraw-Hill, 1988 . p.27.٥

٦ يُنظر:

كنعان، علي - ٢٠٠٩ - الأسواق المالية - منشورات جامعة دمشق - سوريا، ص ٧٥.

• Francis, J. **Investment Analysis and Management** (4th ed), N.Y.: McGraw-Hill, 1986.pp.49-51.

٧ حنفي، عبد الغفار - ٢٠٠٥ - أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - الدار الجامعية - مصر، ص. ٤٥.

السوق الثانوي Secondary Market :

يقصد بالسوق الثانوي: السوق الذي يتم فيه بيع الأوراق المالية وشراؤها (تداول Trading) بعد إصدارها لأول مرة في السوق الأولي^١. فمثلاً إذا رغب المستثمر في الحصول على ١٠٠ سهم من أسهم الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية من بورصة دمشق للأوراق المالية، فقيمة هذه الأسهم لا تذهب إلى الشركة وإنما إلى بائع هذه الأسهم، وهذا يعني أن التعامل يتم بين المستثمرين ولا علاقة للشركة في عملية التداول، وينتج عن بيع الأوراق المالية في السوق الأولي، زيادة رأس مال الشركة المصدرة للأسهم والسندات، ولا تحقق هذه الشركات أي منافع مادية من تداول هذه الأوراق المالية في السوق الثانوي، ولكن التداول النشط على أسهم الشركة في السوق الثانوي والارتفاع المستمر في أسعار أسهمها يعطيها إمكانية أكبر للحصول على الأموال في المستقبل سواء عن طريق المزيد من الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية أو عن طريق الاقتراض.

ومن الجدير ذكره أن البورصات تضع شروطاً لتسجيل الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت المختلفة. فعلى سبيل المثال؛ للتسجيل في السوق النظامية لبورصة دمشق للأوراق المالية هناك مجموعة من الشروط:

١. مضي مدة ثلاث سنوات على الأقل من تاريخ بدء الإنتاج الفعلي أو الاستثمار وفقاً لطبيعة نشاط الشركة.
٢. أن لا يقل رأس مال الشركة عن ثلاثمائة مليون ليرة سورية، أو ما يعادلها من العملة الأجنبية وأن يكون مدفوعاً بالكامل.
٣. أن لا يقل عدد المساهمين في الشركة عن ثلاثمائة مساهم.
٤. أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن مئة بالمئة من رأس مالها المدفوع.
٥. ألا يقل متوسط الربح الصافي المحقق خلال العامين الماضيين عن خمسة بالمئة من رأسمالها المدفوع.

١ الأنصاري، أسامة عبد الخالق - ٢٠٠٨ - الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة - دار السحاب للنشر والتوزيع - مصر، ص. ٢٠.

٦. أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة إلى عدد الأسهم المكتتب بها عن عشرين بالمئة، وذلك بتاريخ انتهاء سنتها المالية .

٧. أن تكون بياناتها وتقاريرها المالية عن آخر سنتين معدة وفقاً لمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية، وأن لا تتضمن تقارير مفتشي الحسابات عن هاتين السنتين أية تحفظات تؤثر في المركز المالي للشركة.

٨. يُعدُّ الشرط التالي واحداً من شروط الإدراج التي تضاف إلى الشروط السابقة بعد مضي عام على إدراج أسهم الشركة في السوق النظامية: أن لا يقل عدد أيام تداول أسهم الشركة عن خمسة وعشرين يوماً من عدد أيام التداول الإجمالي خلال العام، وألا يقل معدل دوران سهم الشركة عن خمسة بالمئة خلال العام .

وسطاء الأوراق المالية وسماستها Brokers and Dealers :

تتم غالبية التعاقدات والتعاملات في الأوراق المالية بوساطة شركات تعمل في مجال الوساطة والسمسة، فهي تُعدُّ وكيلاً Agent عن المستثمرين، وتحصل على سمسة أو عمولة Commission مقابل ذلك^١. ويتم تصنيف الوسطاء إلى أربعة أنواع حسب طبيعة الخدمة المؤداة وذلك كالتالي :

١. السماسرة الوكلاء Commission Brokers: السمسار الوكيل هو شخص يعمل وكيلاً لأحد بيوت السمسة، حيث يُكلّف بتنفيذ أوامر العملاء داخل مقصورة البورصة وذلك مقابل عمولة.

٢. سماسرة الصالة (المقصورة) Floor Brokers: لا يعملون لحساب بيت سمسة بعينه، حيث يقومون بتنفيذ الأوامر عند عدم قدرة السماسرة الوكلاء على تنفيذ الصفقات نظير المشاركة في العمولة.

٣. تجار الصالة (المقصورة) Floor Traders: يُسمون بالمضاربين، ويقتصر عملهم على

١ حنفي، عبد الغفار . ٢٠٠٥ . أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - الدار الجامعية - مصر، ص. ٤٤ .

شراء الأوراق المالية وبيعها لحسابهم الخاص^١.

٤. المتخصصون Specialists: يعمل المتخصصون في مجموعات ويُقصد بهم أعضاء البورصة الذين يتخصص كل منهم - بواسطة مجلس إدارة البورصة - بالتعامل في مجموعة محددة من الأوراق المالية.

الأوامر التي يصدرها العملاء:

أوامر العملاء هي عبارة عن أوامر للبيع، أو أوامر للشراء. قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات بيع الأسهم أو شرائها ينبغي أن ينتظر الأوامر، أو تعليمات محددة من العميل وهذه الأوامر تقسم إلى:

أولاً: الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: ويُعدّ هذا النوع الأكثر شيوعاً بين الأوامر التي يُصدرها العملاء، ويكون السعر هو العنصر الأهم من أجل تنفيذ الصفقة حيث يحدد المستثمر السعر الذي يتم الشراء أو البيع به، وبخصوص هذا الأمر هناك بديلان؛ الأول هو أمر السوق؛ ويدل هذا الأمر على أن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه، والثاني هو أوامر محددة، وفيها يشترط العميل سعراً محدداً لإتمام الصفقة^٢.

ثانياً: الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: وهي الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها، أو عدم تنفيذها، تُصنف الأوامر المحددة إلى أوامر يومية؛ ونجد أيضاً الأوامر المحددة بأسبوع أو شهر؛ أو أوامر مفتوحة، ويُلغى العمل بالأوامر اليومية في نهاية يوم عمل، أما بخصوص الأوامر المفتوحة يظل العمل بها ساري المفعول حتى تنفيذه، ولا تحدده مدة زمنية، إلى أن يُلغى الأمر^٣.

ثالثاً: الأوامر التي تجمع بين السعر و وقت التنفيذ: وتجمع بين خصائص النوعين السابقين، يوجد نوعين رئيسيين لهذا الأمر يختلفان باختلاف الأولوية بين الوقت والسعر، فقد يحدد العميل سعراً محدداً لإبرام الصفقة ويشترط بالإضافة لذلك فترة معينة للتنفيذ، فعند انقضاء هذه الفترة دون أن يصل السعر إلى المستوى الذي حدده العميل يُعتبر الأمر

١ كنعان، علي - ٢٠٠٩ - الأسواق المالية - منشورات جامعة دمشق - سوريا، ص ٦٦.

٢ حنفي، عبد الغفار - ٢٠٠٥ - أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - الدار الجامعية - مصر، ص ٥٠٠، ٥١.

3Fischer, D., & Jordan, R. Security Analysis & Portfolio Management (14th ed.). N.Y.: Prentice-Hall, 1987.P.P.38-40.

لاغياً، وفي حالات أخرى يُحدد العميل سعراً معيناً لإتمام الصفقة ويترك المجال الزمني مفتوحاً أمام السمسار لتنفيذ هذه الصفقة، ويلجأ العميل إلى هذا النوع من الأوامر عندما تكون لديه ثقة في السمار الذي يتعامل معه وبأن إعطائه وقت كافٍ، يكون كفيلاً بتنفيذ الأمر بالشروط التي يريدها^١.

كفاءة سوق الأوراق المالية:

يُقصد بكفاءة السوق "بأن هذا المستثمر أو ذاك لا يستطيع تحقيق ربح غير عادي يفوق ربح زملائه، فالعائد المتاح للجميع يكفي بالتتمام لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة، وإنّ كل معلومة جديدة ترد إلى السوق سوف تؤثر من جديد في القيمة السوقية للسهم فإمّا أن ترفع السعر أو تخفضه"^٢، ويُقصد بكفاءة السوق مدى توافر المعلومات المناسبة والملائمة للمستثمرين، وإلى أي حد تعكس الأسعار السائدة في هذه السوق واقع المؤسسات المصدرة للأوراق المالية وحقيقتها^٣.

في السوق الكفاء Efficient Market يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما، كافة المعلومات المتاحة عنها، والتي تؤثر في القيمة السوقية للسهم. وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن الادعاء أنّه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم قيمةً عادلةً تعكس تماماً قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر. وفي ظل السوق الكفاء يمكن الادعاء أن القيمة السوقية للسهم تمثل قيمته الحقيقية، وبالتالي لا يمكن لأي من المتعاملين أن يحقق عائداً غير عادي، ويكون العائد الذي يحققه العميل يكفي بالتتمام والكمال لتعويضه عن المخاطر التي تعرّض لها نتيجة الاستثمار في السهم محل الصفقة^٤.

١ كنعان، علي - ٢٠٠٩ - الأسواق المالية - منشورات جامعة دمشق - سوريا، من ص ١١٤ إلى ص ١١٧.

٢ المرجع السابق، ص ١٩٢، ١٩٣.

٣ غنيم، حسين عطا. ٢٠٠٥. دراسات في التمويل. المكتبة الأكاديمية. مصر. ص ٢٩.

٤ هندي، منير إبراهيم. الأوراق المالية و أسواق رأس المال. منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر. ١٩٩٧. من ص ٤٨٩ إلى ص ٤٩١.

سمات السوق الجيد:

١ - دقة وصول المعلومات وسرعتها: حيث يوفر السوق وفي الوقت المناسب كافة

المعلومات عن أحجام وأسعار الصفقات التي أُبرمت Timely and Accurate Information ، كما يوفر السوق المعلومات المتعلقة بالظروف الحالية أي السعر الذي تُباع به وتشتري كل ورقة مالية في الوقت الحالي^١.

٢ - كفاءة التشغيل: ويقصد بكفاءة التشغيل operation Efficiency أن تكون

تكاليف إبرام الصفقة، أي تكلفة المعاملات عند حدّها الأدنى، وذلك مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات^٢.

٣ - كفاءة التسعير: أما كفاءة التسعير Price Efficiency فيقصد بها سرعة

استجابة الأسعار في السوق للمعلومات المتاحة، بمعنى آخر تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.

٤ - السيولة: يقصد بالسيولة Liquidity أن يستطيع البائع والمشتري إبرام

الصفقة بسرعة، وبسعر قريب من السعر الذي أُبرمت به آخر صفقة على ذات الورقة، وذلك على فرض عدم ورود معلومات جديدة إلى السوق^٣. وهنا يرى الباحث أن درجة سيولة السوق ترتفع كلما توفرت إمكانية البيع للحائز على الورقة المالية وذلك بوقت قصير وبسعر قريب من آخر سعر تمّ من خلاله بيع الورقة المالية المعنية.

٥ - الأمان: ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن

العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يلجأ إليها بعض الأطراف.

٦ - العدالة: يقصد بعدالة السوق Fair Market أن يوفر السوق لجميع المتعاملين

فرصاً متساويةً للتعامل، وذلك سواء من حيث الوقت، أو من حيث إتاحة المعلومات.

١ المرجع السابق، ص. ٥٥٦.

٢ كنعان، علي. ٢٠٠٨. الأسواق المالية. منشورات جامعة دمشق. سوريا. ص ١٩٣.

٣ Reilly, F. Investment Analysis Portfolio Management, (2nd ed), I11.: The Deyden Press, 1985 PP.62.63.

٧ - عمق السوق: ويقصد به وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء على كل ورقه مالية بحيث أنه كلما كان هناك عرض، كان هناك طلب يقابله، وبالتالي مع أي خلل في السعر يكون هناك العديد من أوامر الشراء والبيع بسعر أعلى أو أقل من سعر آخر عملية بما يمنع حدوث تقلبات حادة في الأسعار^١.

٨ - استمرارية السوق: أي عدم وجود تقلبات سعرية، أو اختلافات سعرية في أثناء جلسة التداول للورقة المالية.

أهمية سوق الأوراق المالية

تُعدُّ سوق الأوراق المالية من وسائل الاستثمار غير المباشر، حيث يتم فيها تجميع المدخرات، وتوجيهها لإنشاء مشروعات جديدة، أو زيادة حجم نشاط مشروع قائم. كما يمكن لأي مدّخر مهما قلت مدخراته أن يتعامل في تلك السوق. وتعود أهمية سوق الأوراق المالية نظراً للاعتبارات التالية:

١. تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات: تشجع سوق الأوراق المالية الأفراد على استثمار فوائضهم في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلاً إضافياً، وتوفر لهم درجة كبيرة من السيولة في بيع أسهمهم وقت يشاؤون وبأقل كلفة ممكنة عن طريق التوجه إلى السوق الثانوية، فهي تسهم في تنمية العادات الادخارية، كذلك فإن تعبئة المدخرات تسهم في الحد من الضغوط التضخمية^٢.

٢. توفير السيولة للمستثمرين: تقوم سوق الأوراق المالية من خلال شبكه الخدمات المالية الواسعة والمتنوعة التي تنظمها وتديرها، بتأمين الأموال التي تحتاجها الوحدات الباحثة عن التمويل، فالدور الهام الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات يكتمل من خلال توجيه هذه المدخرات نحو الجهات الطالبة لها^٣.

١ عبد الحافظ، السيد البدوي - إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة - دار الفكر العربي - القاهرة، ص ١٢٠.

٢ يُنظر:

• عبد الحق، بو عتروس ٢٠٠٣ - إدارة وتنظيم بورصة القيم المنقولة - مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات - كلية الاقتصاد - جامعة تشرين، من ص ٣ إلى ٤.

• البرواري، شعبان محمد إسلام - ٢٠٠٢ - بورصة الأوراق المالية - دار الفكر بدمشق، ص ٤٦.

٣ عبد الحق، بو عتروس - ٢٠٠٣ - إدارة وتنظيم بورصة القيم المنقولة - مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات - كلية الاقتصاد - جامعة تشرين، ص ٥.

٣. تسهيل الأصول طويلة الأجل دون الحاجة لتصفية المشروعات، ومن ثم الحفاظ على الكيانات الاقتصادية القائمة، ويكون ذلك من خلال إيجاد سوق مستمرة وحرّة لبيع الأوراق المالية وشرائها^١.

٤. التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني، واتخاذ الإجراءات المناسبة: تؤدي سوق الأوراق المالية وتحديدًا مؤشرات الأسهم دور المؤشر على الحالة الاقتصادية المستقبلية للاقتصاد الوطني، فهي بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الترتيبات اللازمة، والإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر. فانخفاض أسعار الأسهم يُعدّ مؤشرًا على إقبال الاقتصاد على مرحلة كساد، وارتفاع أسعارها يُعدّ مؤشرًا على قدوم مرحلة انتعاش، هنا يتوجب على الحكومة اتخاذ التدابير اللازمة لتأخير دخول الاقتصاد في مرحلة الكساد أو لتسريع خروجه منه.

٥. الإسهام في تمويل خطط التنمية، عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق. حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة ازدياد التجهزات الحكومية إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزنة العامة ذات الآجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالاً لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى.

٦. الكفاءة في توجيه الموارد: تؤدي سوق الأوراق المالية دور المنظم (regulator) في توزيع الموارد. فمن خلالها يتم التعبير عن احتياجات الاقتصاد من الموارد المالية (الاستثمارية)^٢.

٧. تمثل سوق الأوراق المالية جهة رقابية على أداء الشركات المدرجة، حيث تكون حسابات الشركات علنية وجاهزة لإطلاع المساهمين، والدوائر المالية والجمهور. وإذا أخذنا

١ البرزاري، شعبان محمد إسلام. ٢٠٠٢. بورصة الأوراق المالية. دار الفكر بدمشق. ص. ٤٥.

٢ عبد الحق، بو عتروس - إدارة وتنظيم بورصة القيم المنقولة - ٢٠٠٣ - مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات - كلية الاقتصاد - جامعة تشرين، من ص ٥ إلى ٦.

في الحساب شروط تسجيل الشركات في البورصة ، ولا سيما الشروط المتعلقة بحجم الأرباح فإنه يمكن القول: إن التسجيل يُعدّ بمنزلة شهادة من البورصة بقوة المركز المالي للمنشأة.^٨ جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في شركات محلية وفقاً لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي^١.

^١ البرواري، شعبان محمد إسلام . ٢٠٠٢ . بورصة الأوراق المالية . دار الفكر بدمشق . ص. ٤٦ .

الفصل الأول - المبحث الثاني

الأوراق المالية ومؤشرات الأسهم

الأوراق المالية

تُعدُّ الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية، وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة التي تتداول في تلك الأسواق. وتمثل الورقة صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد، أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معاً.

فحملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة مثلاً، لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد عن عمليات المنشأة. كما أن لهم نصيباً في أصولها وإن كان ليس من حقهم المطالبة به طالما أن المنشأة مستمرة. كذلك فإن لحملة السندات نصيباً في الأرباح يتمثل في الفوائد المستحقة، ونصيباً في الأصول يتمثل في الأصول المرهونة لصالحهم، أو في الأصول بصفة عامة وذلك في حالة الإفلاس أو التصفية.

وهنا لابد من التمييز بين الأوراق المالية والأوراق التجارية، فالأوراق التجارية تمثل نقوداً، وتقوم مقامها في وفاء الديون بسبب سهولة تداولها بطريقة التظهير والمناولة، وهي واجبة الدفع في وقت معين، وتطلق على الكمبيالات والسند الأذني والشيك.

تُصنف الأوراق المالية إلى أربع فئات رئيسية:

١. السندات Bonds.
٢. الأسهم العادية Common Stocks.
٣. الأسهم الممتازة Preferred Stocks.
٤. الأوراق المالية المشتقة Derived Securities.

أولاً: السندات Bonds:

السندات يشار إليها بأنها الأوراق ذات العائد الثابت، لأن حاملها لا يشارك في الربح والخسارة، فهو كشأن الدائنين رأسماله مضمون الرد؛ والسند وثيقة تمثل التزام دين يعطي حامله الحق في سداد الأموال المقرضة بالإضافة إلى الفائدة على هذه الأموال، ولا يقتصر

إصدار السندات على الحكومة، إذ تعتمد المؤسسات والشركات الخاصة في كثير من المدول إلى إصدارها؛ وليس من حق حامل السند المشاركة في إدارة الشركة، أو عضوية جمعيتها العمومية؛ وللسندات - رغم أنها أقدم من الأسهم - أهمية ثانوية في أسواق المال، ولكن التذبذب الذي تعرضت له الأسهم في السنوات الأخيرة، حوّل أنظار المتعاملين في السوق إلى الأوراق ذات العائد الثابت وأهمها السندات؛ وغالباً ما تتضمن شروط إصدار السند ما يسمى بشرط التعجيل، الذي ينص على أنه بمجرد عجز الشركة عن دفع الفوائد المستحقة في وقتها، يصبح الدين وجميع الفوائد المتأخرة مستحقة الدفع، ويحوّل المرهن عندئذ إلى أمين يقوم بتنفيذ ذلك الشرط؛ والسندات الحكومية في الحقيقة غير مضمونة إلا بسمعة الحكومة، وثقة الناس بها، وحقيقة أن الحكومة لا تفلس (إلا في حالات نادرة جداً)، فهي قادرة على الدوام على دفع ديونها. وللسندات مدد مختلفة، وتحديد مدة السند عند إصداره ليس له أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين، لأن المدة الحقيقية هي ما بقي من عمره، فطويل الأجل يصبح متوسطاً، ثم قصيراً اعتماداً على تاريخ شراء المستثمر له. وتُصنف السندات عند إصدارها إلى نوعين: مضمونة وغير مضمونة؛ السندات المضمونة هي السندات التي يحصل المستثمر بموجبها على ضمانات لقرضه، وقد يكون هذا الضمان عقاراً، أو معدات، أو من أصول الشركة، وهذا النوع من السندات يمكن المستثمر من وضع يده على هذه الضمانات عند حدوث أي طارئ، وأما السندات غير المضمونة فهي السندات العادية التي لا يقابلها أي ضمان من قبل الشركة وهذا النوع هو الأكثر تداولاً؛ وتقسم السندات إلى أنواع عدة نذكر منها:

١. السندات ذات الأصوات: ويعطي هذا النوع حامله حق الاشتراك في التصويت في الجمعية العمومية للشركة، وتميل الشركات إلى إعطاء هذا الحق عندما تكون ثقة المستثمرين في إدارتها قليلة، ولذلك فإنهم سيقبلون إقراضها بشراء سندات لها شرط أن يشاركوا في توجيه الإدارة، فيعطى لهم عندئذ حق التصويت بصفة دائمة أو مؤقتة.

٢. السندات المتسلسلة: تعتمد هذه السندات عند إصدارها على التقيد بجدول يتضمن تواريخ متسلسلة تدفع عند كل تاريخ جزءاً من القيمة الاسمية للسند؛ وأهمية مثل

هذا الترتيب من وجهة نظر المستثمر هي أنها تتماشى مع اهتلاك الضمانات، فإذا كانت السندات مضمونة بمعدات مملوكة للشركة، فإن هذه المعدات تستهلك بمرور الوقت. فلا بد إذن من استرداد حامل السند جزءاً من مبلغ الدين بحيث تكون قيمة المرهن مساوية على الدوام لما بقي من ذلك الدين.

٣. **سندات الدخل:** يُشترط في هذا النوع من السندات أن تُدفع الفوائد عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحاً؛ أي لا تلتزم الجهة المصدرة بدفع الفوائد إلا في حالة تحقيقها لدخل يمكنها من ذلك، فهي معتمدة على تحقق الدخل فقط، إذ لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحاً، وتختلف هذه السندات عن الأنواع الأخرى في أن حاملها ليس له الحق في المطالبة بإفلاس الشركة، ومن ثم تصفيتها في حال عدم القدرة على الدفع أو السداد^١.

٤. **السندات المشاركة:** وهذه شبيهة بالسندات المعتادة يضمن فيها سعر فائدة محدد ولكنها تتميز بوعود من الشركة بإضافة نسبة أخرى إذا تحقق لها ربح يسمح بذلك، وكأنها مشاركة بالربح، فهي شرط معلق على تحقق معدل معين من الربح فإذا لم يتحقق، لم يستحق حامل السند إلا النسبة الأولى فقط.

٥. **السندات القابلة للتحويل:** ويكون لحامل هذا السند - إذا نصت على ذلك وثيقة الإصدار - حق تحويله إلى سهم عادي أو ممتاز، أو نوع آخر من الأوراق المالية التي تصدرها الشركة، في الوقت الذي تحدده نشرة الإصدار. وهذه كلها أنواع من الإغراءات والميزات التي تجذب الدائنين، وتحقق رغباتهم وميولهم في الاستثمار^٢.

٦. **السندات القابلة للاستدعاء:** عندما لا يكون للسند مدة محددة، أو تكون مدته طويلة بحيث ترغب الشركة المصدرة أن تعطي نفسها فرصة سداد القرض قبل نهاية المدة

See: ١

• Schall, L., Haley, C. **Introduction to Financial Management**. N.Y.: McGraw-Hill, 1988.P.692.

• علي، شريف حسن. ٢٠٠٦. دليلك العملي للاستثمار في البورصة. الهيئة العامة لدار الكتب والوثائق. القاهرة. ص ٩.

٢ يُنظر:

• حنفي، عبد الغفار. ٢٠٠٥. أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. الدار الجامعية - مصر. ص ٤٠٣، ٤٠٤.

• البرواري، شعبان محمد إسلام. ٢٠٠٢. بورصة الأوراق المالية. دار الفكر بدمشق. ص. ١٣٦.

فإنها تشترط القابلية للاستدعاء (أو الحق في الإطفاء)، فإذا اشترطت استرداده بالقيمة الاسمية، فإن إقبال المستثمرين عليه يكون متدنياً لأن الشركة ربما تستدعيه في وقت ارتفاع سعره، فلا يستفيدون من بيعه، أو في وقت تكون أسعار الفائدة الثابتة عليه أعلى من تلك السائدة في السوق، ولذلك ربما تعطيهم ضمانات بأنها لا تفعل ذلك خلال السنتين أو الثلاث الأولى، وربما تكون الطريقة كما يلي: تباع الشركة السند وتشتري (من مشتريه) خياراً يتضمن الحق في شرائه عند سعر محدد غالباً ما يكون قيمته الاسمية، أما الإطفاء بالقيمة السوقية فقد يكون متاحاً لأي نوع من الإسناد.

٧. **سندات الرهن:** تكون مضمونة بأصل ثابت كالأرض أو العقار أو الآلة، تستوفي قيمتها عند تصفية الأصل الضامن لها، فإذا لم تف هذه الأصول بمقدار الدين الكامل يدخل حملة السندات بعد ذلك كدائنين عاديين^١.

٨. **سندات التوريق:** هي تحويل الحقوق المالية المستحقة، والتي تتدفق من مجموعة من الأصول المالية (قروض عقارية، قروض سيارات، وغيرها) إلى أوراق مالية، وذلك عن طريق إصدار أوراق مالية تكون مضمونة بتلك المجموعة من الأصول^٢. مثال لعملية التوريق: إذا قامت إحدى شركات تمويل السيارات بمنح قروض ١٠٠ مليون وحدة نقدية تُسدد على أربع سنوات، وهذا المبلغ يُعتبر الحد الأقصى الذي يمكن أن تمنحه في ظل مواردها المالية^٣.

التوريق يعني أن شركة تمويل السيارات يمكن أن تحصل الآن على نقدية مقابل محفظة التوريق (وليكن ٩٠٪ أو ٩٠ مليون وحدة نقدية) دون الانتظار لفترة أربع سنوات، وبالتالي يوفر التوريق مبلغ ٩٠ مليون وحدة نقدية يمكن استخدامها في منح قروض سيارات جديدة

٩. **السندات المرتبطة بالقوى الشرائية للنقد:** فيكون السند فيها مرتبطاً بمؤشر تكاليف المعيشة، وهو المؤشر الذي تصدره سلطة حكومية متخصصة لمعرفة المتغير في القوة

١ علي، شريف حسن. ٢٠٠٦. دليلك العملي للاستثمار في البورصة. الهيئة العامة لدار الكتب والوثائق. القاهرة. من ص. ٧ إلى ص. ١٠.

٢ المرجع السابق

٣ الأنصاري، أسامة عبد الخالق - ٢٠٠٨ - الدليل العملي للاستثمار في البورصة - دار السحاب للنشر والتوزيع - مصر، ص. ٣٦، ٣٧.

الشرائية للنقد عن طريق قياس الارتفاع والانخفاض في أسعار سلعة من السلع الأساسية، وهي عندئذ تحمي القيمة الاسمية للسهم والعائد عليه (الفوائد) من التدهور.

١٠. السندات التي لا تحمل كوبوناً: طالما أنها لا تحمل كوبوناً أي لا تستحق فائدة، فإنها تُباع بخصم على القيمة الاسمية، وعند تاريخ الاستحقاق يسترد المستثمر القيمة الاسمية ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية أو سعر البيع مقدار الفائدة الذي يحققه المستثمر^١.

ثانياً: الأسهم العادية Common Stock :

يُعدّ السهم العادي صك ملكية يتم إصداره، وهو جزء من رأس مال الشركة، وعندما يمتلك المستثمر سهماً في إحدى الشركات فهو يمتلك جزءاً من رأس مال الشركة، وتُعدّ الأسهم العادية من أهم أنواع الأسهم التي تُصدرها الشركات المساهمة، وحملة الأسهم العادية هم ملاك الشركة بصفة أساسية، يمثل السهم العادي مستنداً له قيمة اسمية، وقيمة دفترية وقيمة سوقية. تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وهي التي يتم بها الإصدار، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية، أي نصيب السهم الواحد من حقوق الملكية والتي تشمل رأس المال بالإضافة إلى الأرباح والاحتياطات المحتجزة، وأخيراً تمثل القيمة السوقية سعر السهم المتداول في سوق الأوراق المالية، وقد تكون هذه القيمة أكثر، أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية.

وتحوّل هذه الأسهم الحقوق الآتية لملكها:

١. حق التصويت على أية قرارات تخص مستقبل المنشأة مثل انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، أو توسيع الشركة أو الحصول على تمويل خارجي وغيرها.
٢. الحق في حضور اجتماعات الجمعية العمومية.
٣. حق الاشتراك في الأرباح: وذلك في حال تحقق الأرباح واتخاذ قرار بتوزيعها، وذلك بعد أن يحصل حاملي السندات، وأسهم الامتياز على حقوقهم.

١ هندي، منير إبراهيم. ١٩٩٧. الأوراق المالية و أسواق رأس المال . منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر ، ص 33.

٤. حق المشاركة في موجودات الشركة عند تصفيتها، وذلك بعد دفع حصة المدائنين، وحملة الأسهم الممتازة.

مميزات الأسهم العادية كمصدر للتمويل: هناك مزايا عدة رئيسية ترتبط باستخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل طويل الأجل وهي:

١. ليس لها تكاليف ثابتة مقارنة بالسندات والأسهم الممتازة، حيث تستطيع الشركة احتجاز الأرباح بما يحقق مصلحة المنشأة وفي حال عدم تحقيق أرباح فليس لحاملي أسهمها الحق بمطالبتها.

٢. إن الشركة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم.

٣. تمثل هذه الأسهم مصدراً دائماً للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من الشركة التي أصدرتها.

٤. إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية، وهو أمر يترتب عليه زيادة القدرة الاقتراضية المستقبلية للشركة.

والى جانب هذه المزايا يعتري التمويل بالأسهم العادية بعض العيوب من أهمها:

١. إن أرباح الأسهم على عكس فوائد القروض لا تُعدّ من بين التكاليف المتي تخصم قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية.

٢. إصدار أسهم جديدة يحتمل أن يترتب عليه دخول مساهمين جدد، مما يعني تشتتاً أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وإضعافاً لسلطة بعض المالكين (كبار المساهمين).

ثالثاً: الأسهم الممتازة **Preferred Stock**: تُعرف على أنها حصة في رأس مال الشركة لها نسبة أرباح ثابتة^١، يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي. وتجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسندات. فالسهم الممتاز يشبه السهم العادي في بعض النواحي من أهمها^٢:

١. كلاهما يُعدّ من أموال الملكية.

٢. ليس لهما تاريخ استحقاق.
 ٣. عدم دفع الفوائد إلى حاملتها لا يؤدي إلى الإفلاس.
 ٤. الشركة غير ملزمة بدفع عائد ثابت لها عند عدم تحقق أرباح.
 ٥. الأرباح الموزعة لا تُخصم من الدخل الخاضع للضريبة.
- ومن ناحية أخرى تشبه الأسهم الممتازة السندات في بعض النواحي منها^٣:

١. كلاهما له نسبة ثابتة من الربح أو الفائدة.
٢. كلاهما لا يشارك في الأرباح المحجوزة للشركة.
٣. كلاهما يمكن استدعاؤه (سداد قيمته).

مزايا الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل.

١. الشركات التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات، وتكون التوزيعات محدودة بقدر معين.
٢. لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها الشركة من مشكلات صعبة.

٣. كذلك فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للشركة.
٤. إن قرار إصدار تلك الأسهم قد يتضمن إعطاء المنشأة الحق في استدعاء الأسهم المت

١ كراجة، عبد الحليم. السكران، ياسر. رابعة، علي. مطر، موسى. يوسف، توفيق عبد الرحيم - ٢٠٠٠ - الإدارة والتحليل المالي - دار صفاء للنشر والتوزيع - عمان، ص ٨٣.

٢ عقل، مفلح - ١٩٨٩ - مقدمة في الإدارة المالية - معهد الدراسات المصرفية - عمان، ص ٣١٠.

٣ كراجة، عبد الحليم. السكران، ياسر. رابعة، علي. مطر، موسى. يوسف، توفيق عبد الرحيم - ٢٠٠٠ - الإدارة والتحليل المالي - دار صفاء للنشر والتوزيع - عمان، ص ٨٣، ٨٤.

أصدرتها؛ أي إعادة شرائها، وذلك مقابل أن يحصل حامله على مبلغ يفوق قيمته الاسمية، ويمثل هذا الحق ميزة بالنسبة للشركة إذ يمكنها الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق، وذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة المتتي سبق أن أصدرتها، وإحلالها بسندات ذات كوبون منخفض، أو بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض^١.

عيوب الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل: إذا كان للأسهم الممتازة كل هذه المزايا فإنها لا تخلو من العيوب^٢:

١. ارتفاع تكلفتها نسبياً، نظراً لعدم تمتع أرباحها الموزعة بالميزة الضريبية فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة الاقتراض. ويرجع هذا إلى أن توزيعات الأسهم الممتازة - على عكس الفوائد - تخضع للضريبة، ومن ثم لا تحقق الشركة من ورائها وفورات ضريبية.

٢. إن المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم الممتازة أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، وهذا يشكل دافعاً لهم للمطالبة بمعدل عائد أعلى.

٣. إذا نص عقد الشركة على أرباح متراكمة لها يؤدي ذلك إلى ارتفاع تكلفة هذا النوع من التمويل.

٤. القيمة الدفترية للأسهم الممتازة هي قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. لحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، وله الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، وإذا لم تتحقق أرباح في سنة مالية ما، أو تحققت أرباح ولكن قررت الإدارة عدم توزيعها، حينئذ لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات

١ هندي، منير إبراهيم. ١٩٩٧. الأوراق المالية و أسواق رأس المال - منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ص ٢٧.

٢ يُنظر:

• كراجه، عبد الحليم. السكران، ياسر. رابعة، علي. مطر، موسى. يوسف، توفيق عبد الرحيم - ٢٠٠٠ - الإدارة والتحليل المالي - دار صفاء للنشر والتوزيع - عمان، ص ٨٦.

• <http://www.tadawul.net/forum/showthread.php?t=20> 9/7/2009.

السابقة^١، وقد تنص بعض عقود التأسيس على غير ذلك^٢.

والجدول التالي يبين خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية:

الجدول رقم (١) خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

عامل المقارنة		السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
الحصول على دخل	من حيث الأسبقية	المرتبة الأولى	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
	مبلغ الدخل	ثابت ومحدد	ثابت ومحدد	المتبقي وغير محدد
الحق في الأصول عند التصفية	درجة الأسبقية	المرتبة الأولى	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
	المبلغ	محدد	محدد	المتبقي وغير محدد
الحق في استرداد القيمة وتاريخ الاستحقاق		إجباري محدد مسبقاً وله تاريخ استحقاق	غير ملزم وليس له تاريخ استحقاق	غير ملزم وليس له تاريخ استحقاق

المصدر^٣

رابعاً: الأوراق المالية المشتقة **Derived Securities**.

يُطلق مصطلح المشتقات المالية على أي ورقة مالية مشتقة من ورقة مالية أخرى أو أصل مالي^٤، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض، تشمل إدارة المخاطر، والتحوط ضد المخاطر، والمراجحة بين الأسواق، وأخيراً المضاربة. ونستعرض فيما يلي بعض أنواع المشتقات المالية.

الاختيار Option: الاختيار هو اتفاق بين طرفين يمتلك من خلاله الطرف الأول حقاً قبل الطرف الثاني؛ هذا الحق يخول الطرف الأول بيع أو شراء أصل معين متفق عليه من الطرف الثاني على أن يتم ذلك خلال مدة زمنية محددة، ومن أجل ذلك يحصل الطرف الثاني على مقابل مادي يُسمى المكافأة، وينتهي هذا الحق بانتهاء الفترة الزمنية المحددة في العقد^٥.

١ Samuels, J., and Wilkes, F. **Management of company Finance** (4th ed.), Workingham: Van

Nostrand Reinhold, 1986.P.186

٢ Francis, J. **Investment Analysis and Management** (4th ed), N.Y.: McGraw-Hill, 1986.P.35.

٣ حنفي، عبد الغفار . ٢٠٠٥ . أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية . الدار الجامعية - مصر . ص ٤٢ .

٤ الأنصاري، أسامة عبد الخالق - ٢٠٠٨ - الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة - دار السحاب للنشر والتوزيع - مصر، ص ٣١ .

٥ التعريف من إعداد الباحث.

العقود المستقبلية Contract or Futures : العقد المستقبلي هو عبارة عن اتفاق بين طرفين من أجل تسليم أصل معين في تاريخ محدد في العقد، الأصل قد يكون سلعة أو ورقة مالية وأحياناً القيمة النقدية أو الفرق بين سعر السوق والسعر المنصوص عليه في العقد^١ أي تُعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (قد يكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم والاستلام في تاريخ لاحق في المستقبل^٢. إنَّ الهدف الأساسي من ظهور هذه العقود هو تقليل تأثير التقلبات في أسعار المواد الزراعية (مثل القمح والبرتقال)، والسلع المعدنية (مثل الذهب والفضة)، ولتغطية مخاطر تغير أسعار الفائدة، أسعار الصرف، وأسعار الأسهم والخيارات^٣.

مؤشرات السوق Indexes :

تعريف المؤشر: يمكن أن يُعرّف المؤشر بأنه: أداة لقياس التحرك العام في سوق الأوراق المالية (الذي ينتج عن التغير في أسعار الأوراق المالية الفردية) بالمقارنة بمتوسطات أو أرقام قياسية حيث تتكون هذه المتوسطات من مجموعة معينة من الأوراق المالية يُفترض أنها ممثلة للقطاعات الاقتصادية التي تنتمي إليها هذه الأوراق وهذا يشكل المتوسط، أو المنحنى السعري للمؤشر.

الاستخدامات الأساسية للمؤشرات :

بالإضافة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة للدولة، يكون للمؤشرات استخدامات أخرى عدّة تهتمُّ المستثمرين الأفراد، وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال. وفيما يلي نعرض لتلك الاستخدامات:

١. إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: يوفر المؤشر للمستثمر إمكانية مراقبة أداء محفظة أوراقه المالية، وذلك بمقارنة عائد المحفظة مع عائد مؤشر سوق الأوراق المالية، إذ ينبغي أن يكون عائد المحفظة أكبر من عائد محفظة السوق^٤.

١ التعريف من إعداد الباحث.

٢ هندي ، منير إبراهيم . ١٩٩٧ . إدارة الأسواق والمنشآت المالية . منشأة المعارف . الإسكندرية، ص ٦٣١ .

٣ الأنصاري، أسامة عبد الخالق — ٢٠٠٨ — الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة — دار السحاب للنشر والتوزيع — مصر، ص ٣٤ .

٤ يُنظر:

• علي، شريف حسن . ٢٠٠٦ . دليلك العملي للاستثمار في البورصة . الهيئة العامة لدار الكتب والوثائق . القاهرة . ص ٦ .

٢. الحكم على أداء المديرين المحترفين: إن مقارنة أداء مؤشر البورصة مع أداء مدير الاستثمار لمحفظة الأوراق المالية أو صندوق الاستثمار، تمكن من قياس كفاءة أداء هذا المدير، إذ ينبغي أن يحقق مدير الاستثمار عائداً على استثماراته أعلى من عائد محفظة السوق (عائد المؤشر).

٣. التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق: إنّ الأسواق المالية تعمل كمرآة [للاقتصاد](#)؛ وذلك من خلال تفاعل قوى العرض والطلب وتأثر هذه القوى بالحالة [الاقتصادية](#). فالمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي يعد من المؤشرات السابقة للأحداث؛ باعتبار أن أسعار الأسهم هي انعكاس لتوقعات الأحداث الاقتصادية التي ستسود مستقبلاً، وعليه فإن التحرك في مستوى المؤشر سوف يعكس الوضع الاقتصادي الذي سيسود، وبالتالي يساعد راسمي السياسة الاقتصادية في اتخاذ القرار الاستثماري السليم في الوقت المناسب^١.

٤. تلخيص وضع السوق ككل: يتكون المؤشر من شركات من كل قطاعات الاقتصاد، ومن ثم يوفر لنا طريقة سهلة لتقييم الأداء الاقتصادي بصورة عامة، وكذلك أداء السوق ككل.

٥. تقييم أداء البورصة: من خلال المؤشر يتمكن المستثمرون الدوليون من مقارنة أداء مؤشر البورصة بمؤشرات أخرى في أي مكان في العالم، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الاستثمار الأجنبي في البورصة.

علاقة المؤشرات بالحالة الاقتصادية :

يقيس المؤشر مستوى الأسعار في السوق. و في هذا الإطار يوجد نوعان من المؤشرات: مؤشرات تقيس حالة السوق بشكل عام (مثل مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة)، ومؤشرات

• Reilly, F. Investment Analysis Portfolio Management, (2nd ed), 111.: The Deyden Press, 1985. P.121.

^١ يُنظر:

• كنعان، علي. ٢٠٠٩. الأسواق المالية. منشورات جامعة دمشق. سوريا. ص ٢١١.

• العرييد، عصام فهد. ٢٠٠٢. الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق). دار الرضا للنشر. دمشق. سوريا. ص ٣٨٠.

• Free Encyclopedia – wikipedia http://en.wikipedia.org/wiki/Mutual_Funds – ٢٣-٧-٢٠٠٩

تقيس حالة السوق لصناعة معينة (مثل مؤشر دو جونز لصناعة النقل)^١.

يُبنى المؤشر على عينة من أسهم المنشآت التي تتداول في أسواق رأس المال المنظمة، أو غير المنظمة أو كلاهما. وعادة ما تُختار العينة بطريقة تمكن المؤشر من التعبير عن حالة سوق رأس المال التي يستهدف المؤشر قياسها. فمؤشر دو جونز صُمم ليعكس حالة سوق رأس المال ككل. أما مؤشر صناعة النقل، ومؤشر صناعة الخدمة العامة صُمما ليعكسا مستوى أسعار الأسهم في هاتين الصناعتين.

وطالما أن النشاط الاقتصادي في الدولة يتمثل في جانب كبير منه بالمشآت التي تتداول أوراقها المالية في سوق رأس المال، وفي ظل سوق رأس مال يتمتع بقدر من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق يقيس الحالة الاقتصادية العامة للدولة.

وفي دراسة^٢ للاقتصاد الأمريكي غطت الفترة بين ١٨٠٢ - ١٩٩٠، كشفت أن انخفاضاً في معدل العائد على مؤشر السوق قدره ٨٪ أو أكثر كان سابقاً (أو على الأقل مصاحباً) لحدوث الكساد، وذلك في ٣٨ مرة من أصل ٤١ مرة تعرضت فيها الولايات المتحدة للكساد. مما يعني أن المؤشر نجح في التنبؤ بالكساد وذلك بنسبة ٩٣٪. وعليه يمكننا أن نُعدّ هبوطاً معدله ٨٪ أو أكثر في مؤشر السوق بمثابة إنذار لحدوث الكساد. والدراسات دلت على أن مؤشر السوق أعطى إنذاراً قبل حدوث الكساد بفترة تراوحت بين شهر واحد و١٤ شهراً. فهبوط مستوى نشاط منشآت الأعمال يحدث عندما تُلغى قرارات التأجيل أو التوسع، وأيضاً عندما يبدأ الاتجاه نحو ضغط المصروفات وتخفيض حجم العمالة، وهذه القرارات لا تُتخذ بالطبع إلا عندما تلوح بوادر في الأفق عن انخفاض محتمل في مستوى ربحية المنشآت في المستقبل، وعندما تصل تلك التوقعات إلى المتعاملين في أسواق رأس المال، تبدأ ردود الأفعال ممثلةً في هبوط حجم التعامل في البورصة، وما يتبعه من انخفاض في مستويات أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها.

وهنا يوجد نقطة تحتاج للتوضيح، فمن المعروف أن للظروف الاقتصادية تأثيراً على ربحية المنشآت، وبما أن الربحية تؤثر بدورها على القيمة السوقية للسهم الذي تصدره

١ - هندي، منير إبراهيم. ١٩٩٧. إدارة الأسواق والمنشآت المالية. منشأة المعارف. الإسكندرية، من ص ٢٤١ إلى ص ٢٤٦.

٢ - هندي، منير إبراهيم. ١٩٩٧ - الأوراق المالية وأسواق رأس المال - منشأة المعارف - الإسكندرية - مصر - ص ٢٧٣.

المنشأة، فهذا يعني بالتبعية أن الظروف الاقتصادية تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وهنا كيف لنا أن ندعي أن مؤشرات أسعار الأسهم هي التي تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية، إذا كانت الأسعار نفسها هي التي تتأثر بالظروف الاقتصادية على النحو المشار إليه. لا يوجد تعارض في العلاقة بين مؤشرات أسعار الأسهم، والظروف الاقتصادية وذلك إذا ما عرفنا المقصود بالظروف الاقتصادية؛ هي الظروف المتوقعة وليس الظروف السائدة حالياً.

يتوقف تقييم المستثمر لورقة مالية ما على الأرباح المتوقعة أن تحققها المنشأة المصدرة للورقة، إلا أن تلك الأرباح المتوقعة تعتمد على الظروف الاقتصادية المستقبلية، وليس على الظروف الاقتصادية السائدة. أو بعبارة أخرى؛ إنَّ المعلومات الاقتصادية المتي تتأثر بها أسعار الأوراق المالية، هي معلومات عن الأحوال الاقتصادية المتوقعة، التي ستؤثر في الأرباح المستقبلية. أما الأحوال الاقتصادية التي تتأثر بها الأرباح الفعلية للمدشآت فهي الأحوال الاقتصادية السائدة، والتي سبق أن تأثرت بها أسعار الأسهم عندما كانت تلك الأحوال في عداد الأحداث المتوقعة أي عندما أعلن عن احتمال حدوثها. فسوق رأس المال يتأثر بالتوقعات ولا ينتظر وقوع الأحداث، بينما تتأثر أرباح المنشآت بالأحداث وليس بالتوقعات. ونذكر هنا أنه عندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الصعود، حينئذ يطلق على السوق بالسوق الصعودي Bull Market؛ أما عندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط، حينئذ يطلق على السوق بالسوق النزولي Bear Market. بل وعادة ما يوصف المضاربون في السوق على هذا الأساس. فعندما يعتقد المضاربون أنَّ أسعار السوق سوف تأخذ في الصعود فإنه يُوصف بالمضارب على الصعود Bullish، أما إذا اعتقد بأن الأسعار سوف تأخذ في الهبوط، حينئذ يُطلق عليه بالمضارب على الهبوط Bearish.

مؤشر داو جونز للبورصة المصرية تاتينز ٢٠:

Dow Jones CASE Egypt Titans 20 Index

في إطار إدراك البورصة المصرية لأهمية صناعة المؤشرات في جذب الاستثمارات الأجنبية دشنت البورصة المصرية وداو جونز للمؤشرات مؤشراً مشتركاً تحت اسم Dow Jones CASE Egypt Titans 20 في ١٢ نيسان ٢٠٠٦.

مجمّع المؤشر: يعرف مجمّع المؤشر بأنه يمثل كافة الأسهم المتداولة في بورصتي القاهرة والإسكندرية ذات الأصل المصري (جمهورية مصر العربية) فيما عدا الأسهم التي لم يتم عليها تداول لمدة ٣٠ يوماً، أو أكثر خلال فترة الأشهر الثلاثة السابقة لاختيار الأسهم الممثلة للمؤشر.

قائمة الاختيار: تضم قائمة الاختيار الشركات العشرين الممثلة فعلياً بالمؤشر، بالإضافة إلى ٢٠ شركة أخرى يتم اختيارها على أساس رأس المال السوقي المرجح بالتداول الحر. Adjusted Market capitalization Float

نسبة التداول الحر التداول الحر: هي نسبة الأسهم المطروحة بالبورصة، ومتاحة للبيع والشراء من إجمالي عدد أسهم الشركة. اختيار الشركات المكونة للمؤشر:

١. يتم ترتيب الشركات المكونة لقائمة الاختيار على أساس العوامل التالية:

- رأس المال السوقي المرجح بنسبة التداول الحر.
- المبيعات أو الإيرادات.
- صافي الدخل لكل شركة.

٢. يكون الترتيب بناءً على المتوسط المرجح للعوامل الثلاثة السابق ذكرها بإعطاء ٦٠٪ لرأس المال السوقي، و ٢٠٪ لكل من عامل المبيعات، أو الإيرادات، وعامل صافي الدخل. ٣. يتم اختيار الشركات العشرين الأولى كمكونات للمؤشر.

تكرارية المراجعة: تتم مراجعة مكونات المؤشر سنوياً في شهر يونيو، وتحديث بيانات نسبة التداول الحر نصف سنوياً، وتقوم بورصتا القاهرة والإسكندرية بتحديث هذا البيان. الترجيح:

يتم ترجيح المؤشر برأس المال السوقي المرجح بنسبة التداول الحر، ويمكن وضع حدود قصوى للأوزان النسبية للمكونات، بحيث يجوز للسهم الأعلى وزناً أن يُمثّل ما لا يزيد عن ٢٥٪ من إجمالي المكونات، بينما لا يزيد الوزن النسبي لأي سهم آخر عن ٢٠٪ من

إجمالي المكونات كحد أقصى. وتراجع تلك الأوزان النسبية بصورة ربع سنوية^١. تناول الباحث ماهية سوق الأوراق المالية والأوراق المتداولة فيها ومؤشرات الأسهم، واتضح لنا الدور الذي تؤديه سوق الأوراق المالية في تنمية الاقتصاد الوطني، سواء من ناحية تأثيرها على تجميع الادخار أو من ناحية دورها في تمويل الاستثمارات، ولا ننسى دور المؤشرات وأهميتها في معالجة الأزمات الاقتصادية وأهمها الكساد، ويرى الباحث أنه الآن من المجدي التعرض إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية والاستثمار فيها، وما هي الخيارات المتاحة أمام المستثمر، وكيفية المفاضلة بينها لاتخاذ القرار الأفضل.

^١ موقع داو جونز للمؤشرات . www.djindexes.com

الفصل الأول .المبحث الثالث

أساليب الاستثمار المالي وطرقها في الأسواق المالية.

طبيعة الاستثمار في الأوراق المالية:

يُعرّف الاستثمار بمعناه الواسع بأنه عبارة عن الإضافة إلى الطاقة الإنتاجية، أو إلى رأس المال^١، ويُعرف كذلك بأنه إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة، ثم توجيه هذه الأموال إلى الاستثمار^٢، ويُعرف الاستثمار المالي بأنه عملية توظيف أموال في أصول مالية تنتج منها عوائد مستقبلية دورية أو غير دورية^٣، ويهدف الفرد من وراء الاستثمار إلى تعظيم ثرواته والمحافظة عليها، وهذا يتطلب من الفرد المستثمر أن يقوم بدراسة أنواع الاستثمار التي تحقق له هذا الهدف، عن طريق تحديد العائد، والمخاطر من كل نوع، حيث قد يرغب المستثمر في توجيه أمواله باستثمارها في أراضي ومباني وآلات، وهي استثمارات مادية طويلة الأجل يُطلق عليها استثمارات إنتاجية، أو اقتصادية تتعلق بشراء أصول الإنتاج بهدف زيادة الثروات إلى حدها الأعلى، وقد يرغب في توجيه استثماراته إلى الأوراق المالية كالأسهم والسندات وهي استثمارات قصيرة الأجل يطلق عليها الاستثمارات المالية، حيث ترتبط بشراء أحد الأصول المالية التي تنتج عوائد معينة في فترة زمنية معينة بأقل المخاطر الممكنة، فهذه زيادة الثروات هدف مشترك بالنسبة للاستثمار المالي، أو الاقتصادي على حد سواء - حيث أن دافع الربح هو الذي يشجع المستثمرين على القيام بتلك الأنشطة، والحصول على الربح، يوازيه إمكانية تحمل الخسائر.

ويختلف المستثمرون من حيث درجة تقبلهم للمخاطر، وفي هذا الإطار يمكن تقسيم المستثمرين من حيث درجة تقبلهم للمخاطر إلى:

مستثمر متحفظ: Risk Averse Investor: يُفضل هذا المستثمر دائماً أن يوجه

أمواله إلى استثمارات أقل خطورة وذات عائد منخفض. ومثل هذا النوع من المستثمرين يتوجه إلى البنك للحصول على وديعة، أو فتح حساب ادخار بمعدل فائدة ثابت.

١ لطفي، أمين السيد أحمد. ٢٠٠٧. التحليل المالي. الدار الجامعية - مصر، ص ٢.

٢ حنفي، عبد الغفار. ٢٠٠٥. أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. الدار الجامعية - مصر. ص ١٨.

٣ المهيلي، عبد المجيد. ٢٠٠٤. التحليل الفني للأسواق المالية. البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع - مصر. ص ٢٥.

مستثمر محايد: Risk Neutral Investor يرغب هذا المستثمر في تحمل درجة خطر معقولة مقابل عائد محدود.

مستثمر مخاطر: Risk Neutral Investor يرغب هذا المستثمر في الحصول على فرص الاستثمار ذات العائد المرتفع، ولذلك فهو يحتمل درجات خطر مرتفعة أيضاً^١.

محددات القرار الاستثماري: يتحدد القرار الاستثماري بعدد من الضوابط:

العائد من الاستثمار Returns: أو المكافأة على الاستثمار في الأسهم، وتتضمن الأرباح الجارية بالإضافة إلى المكاسب الرأسمالية، ويُطلق على هذا العائد بالترفضيل الزمني، حيث يُفضل الأفراد الحاضر على المستقبل، لأنه أمر يقيني، أما المستقبل فهو أمر محتمل، والعائد يمثل مكافأة الأفراد على استثمار جزء من أموالهم، ويعبر عنه عادة كنسبة مئوية من الأموال التي استثمرت في بداية الفترة.

مخاطر الاستثمار Risks: هناك علاقة طردية بين زيادة العائد المتوقع والمخاطر، حيث إن زيادة العوائد تحمل معها زيادة المخاطر، ومن ثم يجب على المستثمر أن يحاول إبقاء مقدار المخاطر متناسباً مع العوائد المحتملة؛ وعموماً فليس من السهولة تأسيس علاقة ثابتة بين الأرباح والمخاطر، ويبقى على المستثمر أن يربط بين معدلات الأرباح، وما يندشأ عنها من معدلات مخاطر لكي يظل قراره الاستثماري أقرب إلى الصواب على الأمد البعيد.

العامل الزمني Time Value: يُعد عامل الوقت من الأمور ذات الأهمية في الاستثمار وبالتحديد في الأنشطة المالية، فعندما يقوم الفرد بشراء الأسهم، فإنه عادة ما يحدد المزمّن الذي سيحتفظ فيه بتلك الأسهم وفقاً لأهداف الاستثمار قصيرة أم طويلة الآجل^٢.

تناولنا فيما سبق محددات القرار الاستثماري بشكل عام، ويرى الباحث أنه من الضروري التطرق إلى محددات القرار الاستثماري بالنسبة للبنوك، بالإضافة للعوامل المؤثرة في صياغة إستراتيجية الاستثمار فيها، وذلك نظراً للدور المهم الذي تؤديه البنوك في تشكيل صناديق الاستثمار؛ وتتلخص القواعد الأساسية لوضع سياسات واستراتيجيات الاستثمار التي تتبعها البنوك عند الاستثمار في الأوراق المالية من خلال ما يلي:

١ الأنصاري، أسامة عبد الخالق - ٢٠٠٨ - الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة - دار السحاب للنشر والتوزيع - مصر، ص ٦٣.

٢ لطفی، أمين السيد أحمد. ٢٠٠٧. التحليل المالي. الدار الجامعية - مصر، ص ٦.

١. ضرورة توافر الأموال اللازمة للاستثمار: إن أهم التحديات التي تبرز أمام البنك هي ضرورة توفر السيولة لمواجهة طلبات المودعين، فعدم قدرة البنك على الإيفاء بحاجة المودعين يعرضه لمخاطر الإفلاس وما يترتب عليها، لأجل ذلك يتوجب على البنك في سعيه للحصول على الموارد المالية اللازمة لتمويل استثماراته أن يبحث عن موارد مالية تتميز بالثبات والاستمرارية وطول الأجل.

٢. جودة الأوراق المالية: Quality of Individual Securities من أهم ما يميز الأوراق المالية ذات الجودة العالية هي السيولة الكبيرة، بحيث تكون الأوراق المالية قابلة للبيع دون أية عوائق؛ أي بسرعة وبدون خسائر كبيرة، بحيث يمكن اعتبارها جزءاً من احتياطات السيولة لدى البنك.

٣. تنوع الأوراق: Diversification أي أن يوزع البنك استثماراته بين الأنواع المختلفة من الأوراق المالية بالشكل الذي يؤدي إلى تعظيم العائد إلى أقصى قدر ممكن مع الإبقاء على المخاطر عند المستوى الأدنى.

٤. الاستبدال: يتوجب على البنك استغلال التغير في أسعار الفائدة من أجل تحقيق مكاسب أعلى، حيث أن تغير أسعار الفائدة يؤثر عكساً على أسعار الأوراق المالية، فإذا توفرت معلومات لدى البنك عن ارتفاع في أسعار الفائدة في المستقبل يجب على البنك عندها بيع الأوراق المالية التي يمتلكها، واستخدام متحولات البيع في تقديم القروض، والبنك عند تنفيذ وظيفته الأساسية ألا وهي الإقراض يتوجب عليه أن ينتهج سياسة للاستثمار تتميز بدرجة عالية من المرونة بحيث تتيح للبنك منح القروض للعملاء عندما تسنح الظروف، وذلك عن طريق التخلص من بعض الاستثمارات في محفظة الأوراق المالية الخاصة بالبنك.

٥. طبيعة هيكل الودائع: يعتمد البنك في رسم سياسته الاستثمارية على أموال المودعة لديه، فمن المعلوم أن هناك العديد من الودائع، ولكل نوع خصائصه المميزة، وتختلف الودائع فيما بينها من حيث الاستقرار والثبات، وقد ثبت عملياً أن ودائع الأفراد تتصف بأكبر قدر من الاستقرار، وودائع المنشآت الصغيرة تتصف بقدر كبير من الاستقرار،

وعلى النقيض من ذلك يواجه البنك عدم استقرار نسبي فيما يخص ودائع الشركات الكبيرة.

وبناءً على ذلك يتوجب على البنك أن يرسم سياسته الاستثمارية من منظور هيكل الودائع التي لديه، حيث أنه إذا كانت ودائع الأفراد والمنشآت الصغيرة تمثل نسبة كبيرة من هيكل الودائع في بنك ما، فإن ذلك يعني استقراراً نسبياً كبيراً يتيح للبنك عندئذٍ إتباع سياسة استثمارية أطول مدى. وعموماً يجب إعادة النظر في سياسات الاستثمار وإستراتيجيته في ضوء الاتجاه العام للودائع^١.

٦. القيود القانونية وتوجهات سياسة الدولة: تعمل البنوك في ظل القواعد القانونية التي يضعها المصرف المركزي والتي تنظم عملها، حيث تلتزم البنوك بنسبة الاحتياطي القانوني، وتلتزم بالقيود على أسعار الفائدة، والعمولات، وغيرها. ويضاف إلى ذلك أن توجيهات سياسة الدولة قد تعمل على تشجيع الاستثمار في مجالات معينة، كل هذه الأمور لا بد أن تؤخذ بالحسبان عند وضع سياسة الاستثمار وإستراتيجيتها في الأوراق المالية.

٧. توافر الكوادر الفنية لإدارة الاستثمارات: من أهم العوامل التي تؤثر على نجاح السياسة الاستثمارية للبنوك هي توافر الكوادر البشرية المدربة القادرة على رسم السياسات والاستراتيجيات الملائمة وتنفيذها، فالاستثمار عملية مستمرة مع الزمن، تستلزم المتابعة الدائمة للأسواق، والتقدير المستمر للعوائد والمخاطر، والفرص البديلة، كل ذلك من أجل اتخاذ القرارات المناسبة في الوقت المناسب.

١ عبد الحميد، عبد المطلب - ٢٠٠٨ - البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها. الدار الجامعية - مصر، ص ١٦٥، ١٦٦.

عوائد الاستثمار وطرق قياسها:

يُعبّر الاستثمار في الأوراق المالية عن التضحية بمبالغ مالية مؤكدة على أمل الحصول على مبلغ أكبر في المستقبل، وكلها غير مؤكدة ومن ثم فإن قرار الاستثمار يتم اتخاذه في ضوء العائد والمخاطر.

العائد على الاستثمار (Return On Investments (ROI: وهي قدرة الوحدة النقدية المستثمرة في المشروع على توليد أرباح صافية، ويتم استخراج هذا المقياس عن طريق

$$\text{المعادلة التالية}^1: \text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{مجموع الأموال المستثمرة}} \times 100\%$$

العائد على حقوق المساهمين Return On Equity: ويقيس هذا العائد قدرة الوحدة النقدية الواحدة من حقوق المساهمين (رأس مال الشركة مضاف إليه جميع الاحتياطات الإجبارية والاختيارية والأرباح المرحّلة) ويتم استخراج هذا المقياس عن طريق المعادلة:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{حقوق المساهمين}} \times 100\%$$

وكذلك فهناك عدة مفاهيم للعائد للاستثمار على النحو التالي:

١. معدل العائد المحتمل Probable Rate of Return: وهو عبارة عن:

$$\text{التوزيع المتوقع} + (\text{سعر بيع السهم} \square \text{سعر شراء السهم}) \times 100\% \div \text{سعر شراء السهم}$$

١ لطفى، أمين السيد أحمد. ٢٠٠٧. التحليل المالي. الدار الجامعية - مصر، ص ١٠.

حيث أن المستثمر وبافتراض أنه سيحتفظ به لمدة سنة، ثم يقوم ببيعه فإنه من المحتمل أن يحصل منه على دخل دوري (توزيع متوقع) وأرباح رأسمالية (الفرق بين سعر شراء السهم وسعر بيعه) ^١.

٢. معدل العائد المتوقع Expected Rate of Return: حيث يتم عمل توزيع احتمالي للعائد المحتمل في ظروف اقتصادية مختلفة مصحوبة باحتمالات حدوثها، ويتم تقدير العائد المرجح باحتمالات على النحو التالي:

$$\text{العائد المتوقع} = \text{مج (العائد المحتمل} \times \text{الاحتمال)}$$

مثال ^٢: بفرض أن الظروف المستقبلية يمكن أن تأخذ أربعة حالات، وبفرض أن المحلل أعطى احتمال حدوث كل حالة من الحالات الأربعة والعائد المتوقع كما في الجدول التالي:

الظروف المحتملة	الاحتمال	العائد
الحالة الأولى	٠,٢٠	٠,١٨
الحالة الثانية	٠,٢٥	٠,١٦
الحالة الثالثة	٠,٣٠	٠,١٢
الحالة الرابعة	٠,٢٥	٠,٤٠

فيحسب العائد المتوقع على الشكل الآتي:

$$0.212 = (0.18 \times 0.2 + 0.16 \times 0.25 + 0.12 \times 0.3 + 0.4 \times 0.25)$$

أي أن العائد المتوقع هو ٢١,٢٪

٣. العائد المطلوب Required Rate of Return: وهو عبارة عن العائد الذي يطلبه المستثمر، ويأمل في تحقيقه حتى يُقبل على شراء الأسهم. ويتكون هذا العائد من جزأين هما العائد الخالي من المخاطر، بالإضافة إلى بدل المخاطرة Risk Premium. حيث يعني العائد الخالي من المخاطر سعر الفائدة الخالي من المخاطر، أما بدل المخاطرة فهو جزء من العائد يحصل عليه المستثمر لكي يعوضه عن المخاطرة.

عادة ما يهتم المستثمر بقياس العوائد المتوقعة الحصول عليها من وراء استثماره في الأوراق المالية، وقد يتم التعبير عن هذا العائد بشكل وصفي، كأن يُقال إنَّ السهم جيد، أو

١ الأنصاري، أسامة عبد الخالق - ٢٠٠٨ - الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة - دار السحاب للنشر والتوزيع - مصر، من ص ٩٥ إلى ص ٩٨.

٢ المثال من إعداد الباحث

ممتاز، أو ذو مخاطرة. وقد يتم التعبير عنه في شكل كمي في صورة نسبة مئوية (أي أن السهم يعطي عائداً سنوياً قدره ١٠٪).

مخاطر الاستثمار:

لا ينظر المستثمر إلى العائد فقط عند اتخاذ قراراته الاستثمارية في الأسهم، بل يجب عليه أن يأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة المرتبطة بهذا العائد، ويمثل العائد المتوقع والمخاطر المتغيرين الأساسيين اللذين يتخذ على أساسهما قرار الاستثمار.

هناك مصادر عدّة للمخاطر RISKS SOURCES التي تتعرض لها استثمارات المستثمرين في الأسهم والسندات، وتتنوع هذه المخاطر بين فئتين:

خطر عام يسمى خطر السوق أو المخاطر المنتظمة SYSTEMATIC OR MARKET RISK.

خطر خاص أو المخاطر غير المنتظمة UNSYSTEMATIC.^١

نشرح فيما يلي كل من هذين النوعين من الخطر أو المجازفة بإيجاز:

الخطر العام أو خطر السوق (المخاطر المنتظمة): يعود الخطر العام، أو خطر السوق، إلى العوامل العامة التي تؤثر سلباً في أسعار غالبية الأسهم، فإذا قررت الحكومة مثلاً رفع معدل الضريبة بشدة على الشركات، آنذاك تنخفض ربحيتها، الأمر الذي يؤدي عادة إلى انخفاض أسعار أسهمها، وبالتالي انخفاض قيمة مؤشرات الأسهم STOCK INDEXES التي تُستخدم للتعبير عن تحرك أسعار أسواق الأسهم، فعندما تنخفض أسعار بعض الأسهم في بورصة نيويورك مثلاً، تجرّ معها عادة أسهم الشركات المسجلة في هذه البورصة، والنتيجة لا يتوقع المرء أن تتعرض لمثل هذا الانخفاض، وسبب ذلك يعود إلى أن أسعار الأسهم في البورصات تميل للتحرك مع بعضها البعض MOVE TOGETHER نتيجة للعوامل النفسية التي تؤثر في ملايين المستثمرين.

ثم إنّ أسواق البورصات في مختلف أنحاء العالم تؤثر بعضها في بعض، وذلك على الرغم من وجودها في دول مختلفة، فانهيار أسعار الأسهم يوم الاثنين في شهر أكتوبر من عام

١ الأنصاري، أسامة عبد الخالق - ٢٠٠٨ - الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة - دار السحاب للنشر والتوزيع - مصر، ص ٩٤.

(١٩٨٧) في نيويورك، أدى خلال ساعات إلى انهيار أسعار الأسهم في بقية بورصات العالم، وسبب ذلك يعود إلى هلع المستثمرين في جميع أنحاء العالم، الذين بادروا إلى بيع أسهمهم، خوفاً من انخفاض أسعارها؛ وخطر السوق هذا خطر عام، وسيغه مسلط على أسهم كل شركة في أي سوق ولا بد من قبوله، لأنه لا يمكن تفاديه.

الخطر الخاص (المخاطر غير المنتظمة): يعود الخطر الخاص إلى عوامل أو أحداث

FACTORS OR EVENTS تؤثر سلباً في شركة، أو شركات معينة، أو قطاع اقتصادي معين، دون أن يمتد هذا الأثر إلى غالبية الشركات في قطاعات اقتصادية أخرى، فإذا تعرضت شركة من الشركات إلى سوء إدارة **MISMANAGEMENT**، نتج عنه خسارة الشركة، أو انخفاض أرباحها؛ آنذاك يؤدي هذا الخطر الخاص إلى انخفاض سعر سهم هذه الشركة بالذات، دون أن تتأثر أسعار باقي الشركات في السوق، فتذبذب أسعار الذهب مثلاً يشكل خطراً خاصاً يحدق بأسعار أسهم شركات مناجم الذهب، وهذا الخطر قد ما يؤثر في أسعار أسهم شركات إنتاج الحاسبات مثلاً وهكذا؛ ويمكن تخفيض أو إضعاف الخطر الخاص الموصوف أعلاه عن طريق التنويع **DIVERSIFICATION** في الاستثمار؛ أي شراء أسهم شركات تنتمي إلى قطاعات اقتصادية مختلفة؛ لا يمكن طبعاً اعتبار شراء أسهم خمس شركات لإنتاج السيارات تنوعاً، لأن أي حدث يؤثر سلباً على إحدى هذه الشركات قد يؤثر - على الأغلب - سلباً في الشركات الأربع الأخرى. أما إذا شكل المستثمر محفظة أسهم **STOCK PORTFOLIO** تشمل على كميات من أسهم شركات من قطاعات اقتصادية متباينة، كأن يشتري أسهم شركة اتصالات، وأسهم شركة إنتاج سيارات، وأسهم بنك تجاري، وشركة مرافق وشركة إنتاج بترول، وشركة بيع بالفرق **RETAILOR**، آنذاك يمكن القول إن هذه المحفظة تتمتع بدرجة من التنويع تحمي عائدها من أي حدث خاص، قد يؤثر سلباً في إحدى الشركات التي تشملها هذه المحفظة. فانخفاض أسعار البترول بشدة مثلاً، يخفض من عائد شركة إنتاج البترول، في حين يؤثر إيجاباً في بقية الشركات، لاحتمال انخفاض نسبة التضخم وتكاليف الإنتاج، يُستدل من ذلك على أن تنويع المحفظة يخفف من أثر أي خطر خاص على عائد كامل المحفظة.

الخطر الإجمالي الذي تتعرض له محفظة أسهم: STOCK PORTFOLIO

TOTAL RISK

بما أن أي محفظة استثمار في الأسهم، أو أي صندوق استثمار مشترك للأسهم، يضم عدداً لا بأس به من الشركات، لذا فإنَّ مجمل الخطر الذي تتعرض له محتويات المحفظة، أو الصندوق، هو مجموع الخطر العام والخاص الذي تتعرض له أسهم الشركات المشمولة في المحفظة أو الصندوق.

ينخفض إجمالي الخطر الخاص كلما ازداد مستوى التنوع، ويمكن إجمالاً، أو غرض النظر عنه، إذا ما بلغ مستوى التنوع حداً معيناً، لا ينطبق هذا طبعاً على صناديق الاستثمار المتخصصة، والتي تتركز استثماراتها في قطاع اقتصادي معين، لأن هذه الصناديق لا تتسم بالتنوع اللازم، وتتأثر بالخطر الخاص الذي قد يتعرض له القطاع الذي تستثمر فيه. أما بالنسبة لصناديق الاستثمار العامة، والتي تشتمل على أسهم مئات الشركات، فيمكننا القول إنَّ درجة التنوع العالية التي تتمتع بها هذه الصناديق تؤدي إلى اضمحلال الخطر الخاص، وبقاء خطر السوق كخطر رئيسي، بالإضافة طبعاً إلى أخطار ثانوية، كخطر التضخم وغيره من الأخطار الأخرى.

مصادر المخاطر الكلية: أهم المخاطر التي يتعرض لها عائد الاستثمار هي:

١. مخاطر تقلبات السوق: يتأثر سوق الأوراق المالية في العادة بالكثير من الأحداث التي تخرج عن سيطرة الشركات المصدرة؛ مثال ذلك الحروب، المتغيرات السياسية، وأنشطة المضاربة، وضيق حجم السوق، وأسعار الأسهم دائمة الحركة صعوداً أو هبوطاً حيث تعتمد الأسعار على توقعات ما سيحدث في المستقبل، وهي تختلف من شخص إلى آخر، وتجدر الإشارة إلى أن الاستثمار الوحيد الذي ليس له مخاطر سوق تقريباً "الودائع الادخارية" حيث يمكن تحويلها إلى نقدية مباشرة أو إلى أوراق حكومية^١.

١ يُنظر:

• هندي، منير إبراهيم. ١٩٩٦. الفكر الحديث في مجال الاستثمار. منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ص ٢٤٧.

• لطفي، أمين السيد أحمد. ٢٠٠٧. التحليل المالي. الدار الجامعية - مصر، ص ١٨-١٩.

٢. المخاطر المرتبطة بالنظام الاقتصادي للدولة: ظروف ا لمدورة الاقتصادية رواج، انكماش، ركود، انتعاش، مقدار معدل النمو الاقتصادي ومدى نجاح خطط التنمية الاقتصادية والسياسة المالية التي تتبعها هذه الدولة من حيث جمع الموارد "ضرائب، قروض" أو من حيث الإنفاق "إنفاق جاري، استثماري ونسبة كل منهما" أو من حيث تبني سياسات توسع، أو انتعاش أو سياسة تثبيت وانكماش، وتأثير هذا كله على رؤية الفرد ونظرته للمستقبل.

٣. مخاطر التضخم وتدني القوة الشرائية للنقد: يؤدي التضخم إلى انخفاض القوة الشرائية للنقد، وهذه المخاطر تتعرض لها الاستثمارات في الأوراق المالية، مثل الاستثمار في السندات الحكومية، حيث إن استرداد الأموال مضمون لكن القوة الشرائية للنقد تقل بسبب زيادة معدلات التضخم^١.

٤. المخاطر الدولية: وهي تتعلق بالظروف والأحوال التي تكون عليها الأسواق الدولية التي يتعامل فيها المشروع صاحب الورقة المالية، وكلما كانت الأسواق الدولية تمر بحالة عدم استقرار كان المشروع يمر بحالة عدم توازن، والطلب على أوراقه يتسم بالتقلب والتذبذب الشديدين.

٥. مخاطر الأعمال (نوع النشاط الاقتصادي): يُقصد بمخاطر الأعمال احتمال تغير قدرة المنشأة على المحافظة على مركزها التنافسي في السوق ونمو أرباحها واستقرارها في المستقبل، حيث إن هذا التغير يؤدي بصورة مباشرة إلى هبوط أسعار أسهمها في السوق، وترتبط مخاطر الأعمال بالنشاط الاقتصادي الذي يمارسه المشروع من حيث التكنولوجيا المستخدمة، ومدى خضوعها للتطور ومن حيث إقبال المستثمرين على إنشاء مشروعات منافسة، أو ارتفاع في أسعار المواد الخام وغيرها، فالصناعات التكنولوجية مثلاً تتعرض لتقادم سريع، والصناعات الكيماوية تتعرض لمخاطر قوانين حماية البيئة^٢.

١ يُنظر:

• عبد الحميد، عبد المطلب - ٢٠٠٨ - البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها. الدار الجامعية - مصر، ص ١٥٧.
• الأنصاري، أسامة عبد الخالق - ٢٠٠٨ - الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة - دار السحاب للنشر والتوزيع - مصر، ص ٩٢.

٢ يُنظر:

• هندي، منير إبراهيم. ١٩٩٦. الفكر الحديث في مجال الاستثمار. منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ص ٢٤٨.

٦. مخاطر الرافعة المالية (الخطر المالي): ينتج الخطر المالي عن زيادة نسبة الاعتماد على الديون في تمويل الاستثمارات المالية عن الاعتماد على حقوق الملكية مما يؤدي إلى زيادة تذبذب إجمالي العائد المتوقع، وهو ما يسمى بمخاطر الرافعة المالية. وتفسير تلك المخاطر في أن الشركة كلما استخدمت رافعة مالية أكبر ازدادت التكاليف الثابتة في شكل فوائد على الأموال المقترضة، وبالتالي انخفاض الأرباح المحققة، ونتيجة لذلك ترتفع أيضاً تأثيرات المخاطر غير الدورية مثل (خسارة عميل كبير أو حريق غير مؤمن). وبالتالي يؤدي ذلك إلى تراجع المبيعات، وبالتالي تراجع الأرباح بنسبة أكبر^١.

٧. مخاطر قانونية وسياسية: حيث تتعرض الاستثمارات المربحة أصلاً لمخاطر نتيجة للتدخل الحكومي من خلال إصدار قوانين، ولوائح غير مرغوبة في مجالات كثيرة مثل تسعير المواد الخام، السماح باستيراد سلع معينة، ومنع وحظر استيراد سلع أخرى. وكل هذه التدخلات سياسية المذبح، ويتم تنفيذها في إطار توجهات معينة للنظام الاقتصادي، وكلها تحمل مخاطر أمام المستثمر، وقد تحمل خسارة رأس المال بالكامل كما يحدث في التأميم، وبالتالي لابد من توافر الاستقرار السياسي الاقتصادي من أجل استقرار أسعار الأوراق المالية وعوائدها^٢.

• لطفي، أمين السيد أحمد. ٢٠٠٧. التحليل المالي. الدار الجامعية - مصر، ص ٢٠.

١ يُنظر:

• عبد الحميد، عبد المطلب - ٢٠٠٨ - البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها. الدار الجامعية - مصر، ص ١٥٧، ١٥٨.

• الأنصاري، أسامة عبد الخالق - ٢٠٠٨ - الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة - دار السحاب للنشر والتوزيع - مصر، ص ٩٢.

٢ المرجعين السابقين عبد الحميد ص ١٥٩ - ١٦٠ - أنصاري ص ٩٣.

معايير اختيار المستثمر لصندوق الاستثمار:

يرى الباحث في النهاية أنه من الضروري استعراض المعايير المهمة التي يتم على أساسها اختيار المستثمر لصندوق الاستثمار المناسب، والتي تتركز على النقاط التالية^١ مع العلم إن الباحث سيتناولها تفصيلاً في الفصل الثاني - المبحث الثالث :

١. سعر الوحدة الاستثمارية للصندوق.
٢. ازدياد أو تراجع حجم الصندوق.
٣. نجاح الصندوق في تحقيق أهدافه المعلنة، من العائد السنوي المتوقع على الاستثمار، وإمكانية توزيع أرباح.
٤. حجم السيولة المتوفرة في الصندوق، وإمكانية قيام المستثمر بتسييل استثماره، أو الخروج من الصندوق.
٥. أداء الصندوق في السابق ومؤهلات القائمين على إدارته.
٦. مصداقية المؤسسة التي تروج الصندوق وتديره.

^١ ٢٠٠٩-٠٧-٢٣ http://en.wikipedia.org/wiki/Mutual_Funds . wikipedia - Free Encyclopedia

الفصل الأول - المبحث الرابع

ماهية صناديق الاستثمار

Investment Funds

صناديق الاستثمار Investment Funds

تندرج صناديق الاستثمار تحت مجموعة الو سطاء المالبين، وذلك لكونها مؤسسات مالية تقوم بإصدار أصول مالية وبيعها تسمى وثائق الاستثمار - كأدوات استثمارية أكثر جاذبية من حيث السيولة، والمخاطر وتكاليف المعاملات - ثم استخدام المتحصلات النقدية للاستثمار في محافظ من الأوراق المالية المحلية والعالمية، لذلك فصناديق الاستثمار ما هي إلا محافظ عامة Public Portfolios تعرض وثائقها لصغار المدخرين وكبارهم على حد سواء، ولحامل الوثيقة حصة نسبية في ملكية صافي أصول الصندوق تُحدد بنسبة عدد الوثائق التي يمتلكها إلى إجمالي عدد الوثائق المصدرة. وهناك عدة تعريف لصناديق الاستثمار منها:

○ هو عبارة عن وعاء مالي يمتلكه الآلاف من المستثمرين، ويكون رأس مال الصندوق مدعوماً بمالين الوحدات النقدية، ويدار بوساطة خبراء متخصصين يقومون بعمل دراسات عن أفضل الشركات التي يمكن الاستثمار فيها، لضمان أفضل عائد ممكن، وتُعدُّ صناديق الاستثمار وسيلة أكثر ملاءمةً لصغار المستثمرين؛ باعتبار أن الصندوق يحتوي على العديد من الأسهم، والسندات، وبالتالي يحصل المستثمر على ميزة التنويع، ومخاطر أقل نسبياً من الاستثمار المباشر في سوق الأوراق المالية^١.

○ تتمثل فكرة صناديق الاستثمار في تجميع المدخرات، واستثمارها في الأوراق المالية، حيث تقوم خبرات متخصصة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية وتنظيمها بشراء الأوراق المالية وبيعها لتحقيق أهداف الصندوق^٢.

^١ ٢٣-٠٧-٢٠٠٩ http://en.wikipedia.org/wiki/Mutual_Funds wikipedia Free Encyclopedia

^٢ غنيم، حسين عطا - ٢٠٠٥ - دراسات في التمويل. المكتبة الأكاديمية - مصر. ص ٢٣٠.

○ الصندوق أحد الأدوات المالية التي تستهدف تجميع المدخرات لاستثمارها في الأوراق المالية^١.

○ صناديق الاستثمار هي إحدى مؤسسات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية من الأسهم والسندات والأذون والوحدات السهمية والوثائق والودائع المصرفية وغيرها^٢.

○ هي وسيلة لتأمين عمليات تمويل الاقتصاد القومي، عن طريق ربط المدخرات القومية بأسواق المال بما يحقق مصلحة المستثمرين^٣.

○ تعرف صناديق الاستثمار بأنها ذات طبيعة خاصة يتم عن طريقها تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره شركة ذات خبرة استثمارية، لقاء عمولة معينة^٤.

○ صندوق الاستثمار هو أحد أشكال الشركات المساهمة ذات الوضع الخاص، التي تهدف إلى تجميع المدخرات، واستثمارها بصفة رئيسية في الأوراق المالية، نيابة عن أصحابها، لتحقيق أفضل عائد ممكن مع تخفيض عنصر المخاطرة^٥.

ويعرفها الباحث بأنها شكل من أشكال الشركات المساهمة تقوم بتجميع مدخرات الأفراد أو المؤسسات، ووضعها تحت تصرف إدارة مختصة، بهدف استثمارها بكفاءة بما يعود بنفع أكبر على المدخرين مما لو قاموا باستثمارها بأنفسهم.

نشأة صناديق الاستثمار: نشأت صناديق الاستثمار نتيجة لظهور شركات الاستثمار التي بدأت في مطلع القرن التاسع عشر في هولندا، ومنذها انتقل المفهوم إلى فرنسا، ثم بريطانيا، وفي البداية كانت شركات الاستثمار البريطانية ذات رؤوس أموال محدودة Closed end وظلت على هذه الحال حتى عام ١٩٣٠ عندما بدأت شركات الاستثمار تأخذ شكلاً آخر هو أقرب إلى ما يسمى بصناديق الاستثمار Mutual fund فكانت بداية

^١ سليمان، محمود. ١٩٩٧. صناديق الاستثمار. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل. مدخل إداري واقتصادي. القاهرة. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. الجزء الأول، الخور الأول. ص ٢.

^٢ عيسى، سيد. ١٩٩٧. تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل. تقييم صناديق الاستثمار في مصر. القاهرة. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. الجزء الأول، الخور الثاني. ص ٧٥.

^٣ قاسم، منى. صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين. الدار المصرية اللبنانية. القاهرة. ١٩٩٥. ص ٤٥.

^٤ الطيبي، السيد. ١٩٩٧. تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر (دراسة نظرية وتطبيقية). ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل. تقييم صناديق الاستثمار في مصر. القاهرة. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. جامعة الأزهر. الجزء الأول، الخور الثاني. ص ١٠٥.

^٥ صقر، عطية عبد الحليم. ١٩٩٧. الإطار القانوني لصناديق الاستثمار. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل. الإطار القانوني لصناديق الاستثمار. القاهرة. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. جامعة الأزهر. الجزء الثاني، الخور الخامس. ص ١٨٦.

ظهور هذه الشركات ذات رؤوس أموال غير محددة Open End, أما في أمريكا، فكانت بداية ظهور هذه الشركات بعد الحرب العالمية الأولى، وكان الهدف منها توجيه تدفق رؤوس الأموال نحو الاستثمارات الأجنبية، ومّرت هذه الشركات بعدة مراحل إلى أن بدأت صناديق الاستثمار بالانتشار عام ١٩٤٠، وتمّ تنظيم التعامل في هذه الصناديق عن طريق سوق الأوراق المالية^١.

يُطلق على صناديق الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية اسم MUTAL FUNDS أي صناديق استثمار مشتركة، أما في أوروبا وخاصة في إنكلترا فتسمى UNIT TRUSTS أي صناديق ائتمان.

أنواع صناديق الاستثمار: تقسم صناديق الاستثمار إلى فئات CATEGORIES طبقاً لمعايير مختلفة. نذكر فيما يلي أهم هذه الفئات:

❖ تصنيف صناديق الاستثمار حسب تداول وثائقها:

صناديق الاستثمار المغلقة Closed-End Fund: يكون رأس مال الصندوق ثابتاً، وعليه تُصدر عدداً ثابتاً من وثائق الاستثمار يتم التعامل عليه بين المستثمرين من خلال سوق الأوراق المالية، شأنها في ذلك شأن الأوراق المالية الأخرى، وتحدد قيمة وثيقة الاستثمار في ضوء قوى العرض والطلب^٢.

صناديق الاستثمار المفتوحة Open-End Fund: حيث سُميت بالصناديق المفتوحة، لأن حجم الأموال المستثمرة في الصندوق غير محدد، وبالتالي تستطيع إصدار المزيد من الأسهم (وثائق الاستثمار) وبيعها، كما يكون الصندوق على أتم الاستعداد لشراء الأسهم المتتي

^١ لمزيد من المعلومات حول التطور التاريخي لصناديق الاستثمار يُنظر:

• سليمان، محمود. ١٩٩٧. صناديق الاستثمار. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل. مدخل إداري واقتصادي. القاهرة. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. جامعة الأزهر. الجزء الأول، المحور الأول. ص ١.

• سنك، نجوى عبد الكريم. ٢٠٠٠. تقييم أداء صناديق الاستثمار المحلية في مصر. سلسلة أوراق كلية الاقتصاد والعلوم السياسية. جامعة القاهرة. العدد السابع - ص ١٢.

^٢ يُنظر:

• غنيم، حسين عطا - ٢٠٠٥ - دراسات في التمويل. المكتبة الأكاديمية - مصر. ص ٢٤٠، ٢٥٠.
• ٢٣-٢٠٠٩-٠٧-٢٠٠٩ http://en.wikipedia.org/wiki/Mutual_Funds ويكيبيديا، الموسوعة الحرة.
• المصري، حسني. ١٩٨١. شركات الاستثمار. دار النهضة العربية. من ص ١١٣ إلى ص ١١٥.

أصدرها، من المستثمرين، أو إصدار المزيد من الأسهم (وثائق الاستثمار) طالما أنه سيحصل على أتعابه على أساس القيمة الكلية للأموال المستثمرة في الصندوق^١.

الاختلافات بين صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة:

الجدول التالي يوضح الاختلاف بين صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة:

الجدول رقم (٣) الاختلافات بين صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة

النوع	صناديق الاستثمار المغلقة	صناديق الاستثمار المفتوحة
رأس المال	ثابت لا يتغير	متغير بشكل مستمر
التسجيل في البورصة ^٢	تُسجل وثائق صناديق الاستثمار المغلقة بالبورصات كأى شركة عامة أخرى، ويتم بيع وشراء وثائقها في البورصة	لا يجوز تسجيل وثائق صناديق الاستثمار المفتوحة في البورصات، ولا يجوز تداول وثائقها في البورصة

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

❖ **تصنف الصناديق وفقاً لمكونات التشكيلة:** إلى أربع مجموعات هي: صناديق

الأسهم، صناديق السندات، الصناديق المتوازنة، صناديق سوق النقد^٣.

صناديق الأسهم: Common Stock Funds وهي صناديق تشمل الأسهم العادية فقط، لكن من الممكن أن تختلف من حيث سمات هذه الأسهم، وتتلاءم نوعية الأسهم العادية مع أهداف الصندوق وسياسته الاستثمارية، فهناك صناديق تركز على أسهم عادية تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من نمو معين. وهناك صناديق تركز اهتمامها على أسهم المنشآت العاملة في صناعة معينة، بل وربما المنشآت العاملة في منطقة جغرافية معينة.... الخ. ولهذا فإن القرار الأول الذي ينبغي أن يتخذه المستثمر هو إذا كان يرغب في

^١ يُنظر:

- حنفي، عبد الغفار . ٢٠٠٥ . أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية . الدار الجامعية - مصر، ص ٤٧٥ .
- تهايمي، عز الدين فكري . ١٩٩٧ . تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر: مدخل محاسبي كمي . ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل . الجوانب المحاسبية لصناديق الاستثمار . القاهرة . مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي . جامعة الأزهر . الجزء الأول، المحور الثالث . ص ٨ .
- المصري، حسني . ١٩٨١ . شركات الاستثمار . دار النهضة العربية . من ص ١١٣ إلى ص ١١٥ .

² Herbert, B. Mayo, Investment Introduction. Third ed. Dryden Press, 1991, P.P 422-424.

³ Reilly, F. Investment Analysis Portfolio Management, (2nd ed), I11.: The Deyden Press, 1985. P.P.838-839.

الاستثمار في الأسهم أم لا. وإذا كانت الإجابة بنعم، حينئذٍ يقرر نوعية الأسهم التي يفضلها^١.

● صناديق السندات: Bond Funds وهي صناديق تتكون من السندات فقط، وتختلف هذه الصناديق عن بعضها من حيث السندات التي تتضمنها، حيث نجد صناديق تتكون من سندات تصدرها منشآت الأعمال، وبعض السندات التي تصدرها الحكومة بحيث تخدم فئة معينة من المستثمرين. وهناك صناديق تتكون من سندات مرتفعة الجودة تولد عائداً منخفضاً نسبياً، ولكن بدرجة خطر منخفضة بما يتناسب مع المستثمر غير القادر على تحمل المخاطر، وهناك الصناديق المختلطة التي تشتمل على مجموعات من السندات المتباينة من حيث الجودة، والتي يتباين عائدها ودرجة الخطر المتولد عنها، بما يتناسب مع فئات مختلفة من المستثمرين، متفاوتة من حيث الرغبة والقدرة على تحمل مخاطر أكبر. وفي بعض الأحيان قد تتيح إدارة الصندوق للمستثمر فرصة الحصول على نصيبه من العائد على أساس شهري^٢.

● الصناديق المتوازنة: Balanced Funds أو ما يعرف بالصناديق المتنوعة، وذلك لأنها تستثمر أموالها في توليفه من الأسهم العادية، وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت محدد مثل السندات التي تصدرها الحكومة والأسهم الممتازة، وتحدد نسب الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق باختلاف أهدافه، حيث تزداد نسبة الأسهم العادية عندما يكون الهدف تحقيق عائد مرتفع نسبياً، مع الرغبة في تحمل مخاطر متوسطة نسبياً. أما عندما

^١ للمزيد حول صناديق الأسهم يُنظر:

- هندي، منير إبراهيم. ١٩٩٧. إدارة الأسواق والمنشآت المالية. منشأة المعارف. الإسكندرية. ص. ٣٤٢، ٣٤٣، ٣٤٤.
- عبد الحافظ، السيد البدوي. إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة. دار الفكر العربي. القاهرة. ص. ١٦٣.
- علي، شريف حسن. ٢٠٠٦. دليلك العملي للاستثمار في البورصة. الهيئة العامة لدار الكتب والوثائق. القاهرة. ص. ٢٤، ٢٥.

^٢ للمزيد حول صناديق السندات يُنظر:

- غنيم، حسين عطا - ١٩٩٩ - دراسات في التمويل. ص. ٢٦.
- هندي، منير إبراهيم. قرياقص، ريمية زكي. ١٩٩٧. الأسواق والمؤسسات المالية. جامعة الإسكندرية. الناشر قسم إدارة الأعمال. الإسكندرية. ص. ١٨٨ - ١٨٩.

● Reilly, F. Investment Analysis Portfolio Management, (2nd ed), I11.: The Deyden Press, 1985. P.839.

يكون الهدف الأساسي هو تخفيض درجة الخطر المتي يتحملها المستثمر، فتزداد نسبة الأوراق المالية ذات العائد الثابت، وذلك على حساب الاستثمار في الأسهم العادية^١.

● صناديق سوق النقد: Money Market Funds ظهرت هذه الصناديق للمرة الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٧٣، تتكون محفظة أوراقها المالية من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل، التي عادةً ما تُتداول في سوق النقد (أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، شهادات الاستثمار، الكمبيالات المصرفية)، وتلبي هذه الصناديق احتياجات المستثمرين الذين يضعون هدفي السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية فالصندوق يتكون من أوراق مالية لا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة، كما أنها صادرة عن الحكومة أو المؤسسات المالية، وبالتالي تكون هذه الأوراق مرتفعة الجودة^٢.

● صناديق الاستثمار في الأوراق المالية القابلة للتحويل: وهي صناديق تتكون محافظتها من الأسهم، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية عند رغبة حاملها بذلك وهي تحقق الأمان للمستثمرين بها لأنها منخفضة المخاطر^٣.

● صندوق الصناديق: وهي صناديق تحتوي محفظتها على وثائق صناديق استثمار أخرى من أجل تحقيق درجات عالية من التنوع^٤.

❖ تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للأهداف المقررة: يتم تحديد هدف صندوق الاستثمار بحيث يلبي رغبات، واحتياجات فئة معينة من المستثمرين، مما يدفعهم إلى الاستثمار فيه^٥، ويتم تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لأهدافها إلى:

^١ للمزيد حول الصناديق المتوازنة يُنظر:

● عبد الحافظ، السيد البدوي. إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة. دار الفكر العربي. القاهرة. ص. ١٦٣، ١٦٤.
● هندي، منير إبراهيم. إدارة الأسواق والمنشآت المالية. منشأة المعارف. الإسكندرية. ص. ٣٤٥.

^٢ يُنظر:

● عبد الحافظ، السيد البدوي. إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة. دار الفكر العربي. القاهرة. ص. ١٦٤.
● غنيم، حسين عطا - ٢٠٠٥ - دراسات في التمويل. المكتبة الأكاديمية. مصر. ص. ٢٦٠.

^٣ ميخائيل، نظير يوسف. ١٩٩٦. صناديق الاستثمار كأحد الآليات المستخدمة في السوق المصري، أوراق بنك مصر البحثية، مركز بحوث بنك مصر، من ص

١٧ إلى ص ٢٠.

^٤ المرجع السابق.

^٥See:

● Wlof, H. **Personal Financial Planning**. Boston: Allyn & Bacon, 1989.P.552.
● Radcliffe, R. **Investment: Concepts, Analysis, and Strategy**. I11.: Scott, Foresman & Comp. 1982. P.431.

١. صناديق النمو: Growth Funds تتكون محفظة هذه الصناديق من أوراق مالية لمنشآت تمتلك فرصاً كبيرة للنمو، حيث تهدف إلى تحقيق عائد رأسمالي مستقبلي كبير بغض النظر عن العوائد الجارية، وذلك عن طريق تعظيم القيمة السوقية للوثيقة، وتنا سب هذه الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع مع مستوى مقبول من المخاطر، والذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم فيها لتغطية نفقات معيشتهم.

٢. صناديق الدخل: Income Funds تتجه هذه الصناديق نحو الأوراق المالية لمنشآت مستقرة، تتميز بتوزيع الجانب الأكبر من أرباحها، حيث تهدف هذه الصناديق إلى توزيع عوائد دورية ومستقرة على حملة وثائقها، وهذا النوع من الصناديق يلائم المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم لتغطية نفقات معيشتهم.

٣. صناديق الدخل والنمو: Income-Growth Funds تستهدف هذه الصناديق فئة المستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق هدفي النمو والمدخل، فيتجه لهذه الصناديق المستثمرون الذين يعتمدون وبشكل جزئي على عائد استثماراتهم لتغطية نفقات معيشتهم، كما يرغبون في الوقت نفسه في تحقيق قدر معين من النمو المتزايد لاستثماراتهم. وتتكون هذه الصناديق من أسهم تتبع شركات لها فرص للنمو، ومن سندات ذات عائد ثابت، ومن الجدير بالذكر أنه قد تُعطى الأولوية لأحد الأهداف على حساب الآخر، ويمكن التمييز بين صناديق الدخل والنمو Income-Growth التي تعطي فيها الأولوية لهدف المدخل، وصناديق النمو والدخل Growth-Income التي تُعطى فيها الأولوية لهدف النمو.

٤. الصناديق ذات الأهداف المزدوجة: Dual Funds هي نوع خاص من الصناديق ذات النهاية المغلقة، تهدف إلى تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين: المستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق دخل من استثماراتهم، ربما لاعتمادهم على هذا الدخل في تغطية أعباء معيشتهم، والمستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مطرد، خاصة إذا كان معدل الضريبة على التوزيعات، يقل عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية.

ولتلبية هذه الأهداف يصدر الصندوق عند إنشائه نوعين من الأسهم، أسهم دخل Income Shares وأسهم نمو Growth Shares. وعادةً ما تكون القيمة الكلية للأسهم المصدرة من كلا النوعين متساوية، ويتم استخدام حيلة بيع أسهم المدخل لشراء أوراق

مالية تحقق عائداً دورياً مرتفعاً، أما حصة أسهم النمو فتستخدم في شراء أسهم شركات معروفة بميلها لاحتجاز الأرباح. وتقوم فكرة هذا الصندوق على أساس أن كل فئة من المستثمرين تستخدم استثمارات الفئة الأخرى لتحقيق أهدافها. فالقوائد والتوزيعات المتولدة عن الأوراق المالية المشتراة من حصة بيع أسهم النمو، يحصل عليها حملة أسهم المدخل. والأرباح الرأسمالية المتولدة من الأوراق المالية المشتراة من حصة أسهم المدخل، يحصل عليها حملة أسهم النمو^١، ويرى الباحث أن هذا النوع من الصناديق يختلف عن صناديق النمو والدخل، حيث إن الصناديق ذات الأهداف المزدوجة تستهدف نوعين من المستثمرين: مستثمرين يسعون لهدف النمو، ومستثمرين يسعون لهدف الدخل، كل لوحده، على حين أن صناديق النمو والدخل تستهدف نوعاً واحداً من المستثمرين يهدفون لتحقيق الهدفين معاً.

❖ **صناديق الاستثمار المتخصصة:** بالإضافة للتصنيفات السابقة لصناديق الاستثمار نجد أنه من الضروري الإشارة إلى أنواع أخرى من صناديق الاستثمار تختص في حقل استثماري ضيق، وهي تؤدي دوراً مهماً لأنها تكمّل الأنواع الأخرى لصناديق الاستثمار، ونستعرض فيما يلي أهم أنواع هذه الصناديق:

صناديق الاستثمار المشتركة التي تستثمر في العملات CURRENCIES

MUTUAL FUNDS: انتشر هذا النوع من صناديق الاستثمار المشتركة خلال السنوات الأخيرة، بعد أن ازداد التعامل بالعملات على نطاق عالمي. وتحدد الذشرة الصادرة عن صندوق الاستثمار العملات التي يستثمر فيها، وعليه لا يجيز نظام الصندوق التعامل بأية عملات أخرى غير العملات المحددة في نشرته^٢.

صناديق الاستثمار في المعادن الثمينة PRECIOUS METALLS MUTUAL FUNDS:

FUNDS: نقصد بالمعادن الثمينة المذهب والفضة والمبلاطين، تُوظف صناديق الاستثمار المشتركة المختصة بالمعادن الثمينة أموالها بسبائك من هذه المعادن، أو بأسهم شركات إنتاجها وتسويقها، تتأثر أسعار أسهم هذه الصناديق طبعاً بتذبذب أسعار المذهب وبقيمة

١ هندي، منير إبراهيم. ١٩٩٧. إدارة الأسواق والمنشآت المالية. منشأة المعارف. الإسكندرية. ص ٣٤٩، ٣٥٠.

٢ حمادي عبد الكريم. ٢٠٠٠. صناديق الاستثمار المشتركة. حلب، من ص ٧٠ إلى ص ٧٣.

المعادن الثمينة في البورصات، والملتى تتغير بشكل حاد VOLATILE نتيجة لأحداث سياسية واقتصادية وعسكرية ونفسية^١.

صناديق الاستثمار في قطاعات اقتصادية خاصة SECTOR MUTUAL FUNDS:

يبتعد هذا النوع من صناديق الاستثمار المشتركة عن الفكرة الأساسية الملتى انطلقت منها فكرة صناديق الاستثمار المشتركة، والتي تقوم على التنويع حيث إن هذا النوع من صناديق الاستثمار يركز استثماراته في قطاع ضيق من الاقتصاد^٢.

إن الهدف من هذه الصناديق هو الاستثمار في أسهم شركات قطاع معين من الصناعة، أو الفعاليات الاقتصادية، لتتيح المجال للمستثمرين الذين لديهم المقدرة على دراسة اقتصاد أي بلد، وتحليل قطاعاته الاقتصادية المختلفة، لاختيار قطاعات معينة يمكن أن تحقق نمواً زائداً في فترات النمو الاقتصادي، أو انتقاء قطاعات من المحتمل أن لا تتعرض لذات الأزمات الاقتصادية التي تتعرض لها كثير من القطاعات في فترات الركود الاقتصادي.

صناديق الاستثمار في حالات خاصة SPECIAL SITUATION MUTUAL FUNDS:

ينشأ هذا النوع من الصناديق نتيجة لظروف خاصة لا تتكرر بشكل دائم، بهدف الاستفادة من هذا الوضع الخاص في تحقيق مكاسب مادية كبيرة، هذا الوضع الخاص قد يكون عبارة عن شركة مرشحة للإفلاس نتيجة ظروف معينة تمر بها، أو انهيار أسعار أسهم شركة معينة نتيجة لأزمة مالية مفاجئة تضرب كل قطاعات الاقتصاد، بحيث أن هذا الانخفاض لا يعبر بشكل حقيقي عن وضع هذه الشركة.

والمثال الأفضل عن ذلك هو ما أحدثته الأزمة المالية الأخيرة من انهيارات كبيرة في أسعار الأوراق المالية في مختلف البورصات العالمية، الأمر الذي نشأ عنه إفلاسات كبيرة ومفاجئة، فمشاكل السيولة الكبيرة التي أصابت شركة بورش لصناعة السيارات شكلت فرصة مؤاتية لهيئة الاستثمار القطرية وأفادت مجلة دير شبيغل الألمانية أن الهيئة القطرية راغبة في الاستحواذ على نسبة ٢٥٪ من الأسهم الأصلية لبورش.

^١ حمادي عبد الكريم. ٢٠٠٠. صناديق الاستثمار المشتركة. حلب، ص ٧٤، ص ٧٥.

^٢ المرجع السابق من ص ٧٥ إلى ص ٨١.

وكان رئيس بورش فينديلين فيدكينغ قد ناشد أصحاب الشركة الموافقة على العرض القطري لتوفير السيولة المالية، وأفادت تقارير صحفية بأن هيئة الاستثمار القطرية تصر على الحصول على حق التصويت وخاصة فيما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح بالنظر إلى أزمة مبيعات السيارات وتراجع نطاق الأرباح مستقبلاً.

يذكر أن بورش تملك نحو ٥١٪ في مجموعة فولكس فاجن الألمانية كبرى شركات السيارات في أوروبا، كما أنها تمتلك حق شراء ٢٤٪ أخرى في المجموعة ولكنها تواجه صعوبات مالية كبيرة نظراً لتعاظم ديونها لتبلغ نحو تسعة مليارات يورو.

الصناديق السيادية:

الصناديق السيادية هي مجموعة من الأموال تعد بالمليارات تستثمرها الدول في الأسهم، والسندات.

الصناديق السيادية ليست ظاهرة جديدة، بل يعود تاريخ بعضها إلى العام ١٩٥٣، لكنها بدأت تنشط بصورة مفردة مؤخراً، استحوذت تلك الصناديق ضمن القطاع المالي وحده على حصص في مؤسسات عملاقة مثل مورغان ستانلي وبيير ستيرن وميريل لينش وسي تي غروب و UBS .

ممتلكات الصناديق السيادية: تتفاوت الأرقام التي تحدد موجودات تلك الصناديق بشكل واسع، خاصة وأن عدداً كبيراً منها لا يعلن عن حجم أمواله ولكن تشير دراسة لمؤسسة "مورغان ستانلي" أن تلك الصناديق تملك مجتمعة ٢,٥ تريليون دولار.

بخلاف ما يعتقد البعض حول أن تلك الصناديق ظاهرة محصورة في العائلات المالكة في دول الخليج العربي، فإن عدة دول حول العالم تمتلك صناديق مماثلة، ومن بينها النرويج التي تمتلك أحد أكبر الصناديق حول العالم والتي تقدر موجوداتها بأكثر من ٣٢٢ مليار دولار.

تُعدُّ عائدات النفط المصدر الأساسي للأموال لأكثر الصناديق الاستثمارية السيادية في العالم، وبالتزامن مع ارتفاع أسعار النفط، وازدياد واردات الدول المنتجة للخامات ازدادت ثروات هذه الصناديق.

مزايا صناديق الاستثمار:

تقدم صناديق الاستثمار مجموعة من المزايا التي من شأنها جذب صغار المستثمرين، أو أصحاب الأموال الذين لا يتمتعون بالخبرة، والدراية الكافية التي تمكنهم من استثمار أموالهم بأنفسهم وأهم هذه المزايا:

١. **التنوع:** تتضمن صناديق الاستثمار تشكيلة واسعة من الأوراق المالية لعدد كبير من الشركات والمنشآت، الأمر الذي يمكن قطاعاً عريضاً من المستثمرين من الاستثمار في هذه الصناديق حسب الأهداف الاستثمارية لكل منهم^١.

٢. **الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة:** يقوم على إدارة صناديق الاستثمار مدراء مختصون ومحترفون في التعامل مع أسواق المال، وإنّ توجه المستثمر لشراء وثائق الاستثمار من أحد الصناديق، يتيح له الفرصة للاستفادة من خبرات هذه الإدارة، وهو أمر يصعب أن يحققه صغار المستثمرين، ومن ناحية أخرى يؤدي ذلك إلى تحقيق التوازن والاستقرار في سوق الأوراق المالية^٢.

٣. **الملاءمة والمرونة:** ففي صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يستطيع المستثمر تحويل استثماراته من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة، هذه المرونة من شأنها أن تقدم خدمة متميزة للمستثمرين في حال تغيرت أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن^٣. كما يستطيع المستثمر أن يبقي رأس المال المستثمر، ويسحب فقط المدخل المتولد عنه، كما يستطيع أن يشتري أسهم شركات الاستثمار على دفعات.

^١ يُنظر:

• كنعان، علي. ٢٠٠٩. الأسواق المالية. منشورات جامعة دمشق. سوريا. ص ٧٧.

• Wlof, H. **Personal Financial Planning**, Boston: Allyn & Bacon, 1989. P.558.

^٢ يُنظر:

• خليفة، عصام. ١٩٩٧. تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل. تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر. القاهرة. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. الجزء الأول، المحور الثاني. ص ١٣٨.

• Sharpe, W. and Alexander, G **Investments** (4th ed), N.J.:Prentice Hall, 1990.P.663.

^٣ غنيم، حسين عطا - ٢٠٠٥ - دراسات في التمويل. المكتبة الأكاديمية. مصر. ص ٩٢.

٤. تتميز وثائق صناديق الاستثمار المفتوحة بإمكانية تسهيلها بسرعة، حيث يمكن للمستثمر أن يسترد قيمة الوثيقة في الوقت الذي يراه مناسباً، وبما يتلاءم مع أنظمة الصندوق^١.

٥. تنشط حركة أسواق رأس المال: في دول العالم الثالث التي اتجهت إلى إنشاء أسواق لرأس المال، تبدو الحاجة ملحة لأدوات استثمارية تسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق. وهنا تبدو أهمية الدور المتميز الذي يمكن أن تؤديه شركات الاستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك البلدان. فخاصية التنوع التي تتسم بها صناديق الاستثمار، وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال، وكذلك المستثمرين محدودي الموارد، لأن يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم شركات الاستثمار، التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال^٢.

٦. تحقيق عائد مناسب من حيازة الأوراق المالية دون السيطرة على بعض الشركات، حيث إن ذلك يتنافى مع مبدأ التنوع.

٧. تخلق صناديق الاستثمار طلباً متزايداً على الأسهم، مما يعمل على زيادة معدل دوران الأوراق المالية في السوق، ومن ثم زيادة حجم التداول وقيمه.

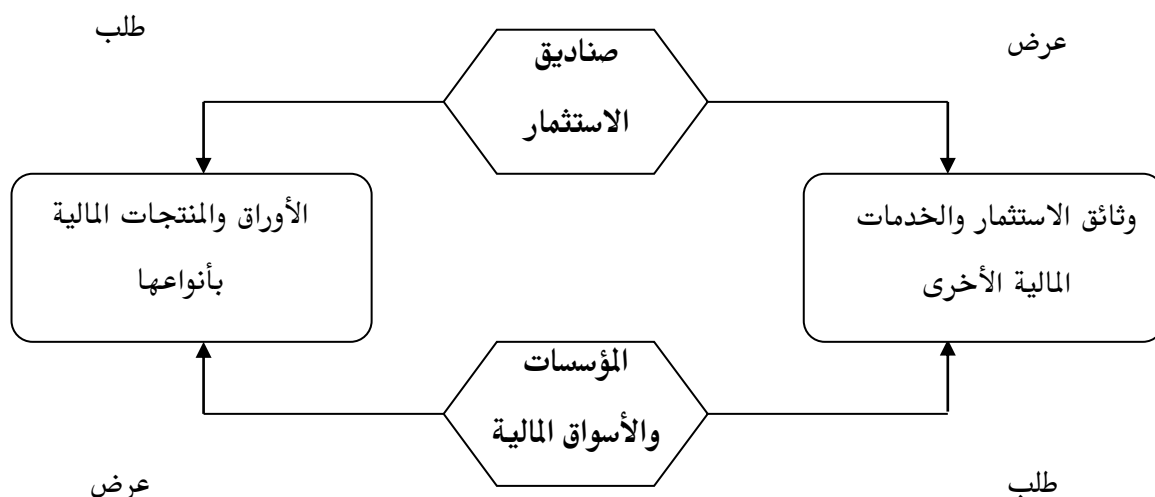
٨. إن إدارة الصناديق بأسلوب الحجم الكبير للمحافظ يؤدي إلى عمولات أقل نسبياً من تلك التي تترتب على العمليات التي يقوم بها الأفراد، فالصندوق الذي يشتري ١٠٠٠٠ سهم في عملية واحدة لن يدفع العمولة نفسها التي يدفعها الفرد في شراء ١٠٠ سهم فقط. علاقة صناديق الاستثمار بالمؤسسات والأسواق المالية:

بعد دراستنا لماهية صناديق الاستثمار، وأنواعها ومزاياها يرى الباحث ضرورة التعرض إلى العلاقات المتداخلة بين صناديق الاستثمار من جهة، والأسواق والمؤسسات المالية

^١ تلامي، عز الدين فكري. ١٩٩٧. تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر: مدخل محاسبي كمي. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل. الجوانب المحاسبية لصناديق الاستثمار. القاهرة. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. الجزء الأول، المحور الثالث. ص ١١.

^٢ أحمد، مصطفى علي. ١٩٩٧. صناديق الاستثمار: مزاياها/ أنواعها/ التكيف الشرعي. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل. التكيف الشرعي لصناديق الاستثمار. القاهرة. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. جامعة الأزهر. الجزء الثاني، المحور الرابع. ص ١١٤.

من جهة أخرى. حيث ترتبط صناديق الاستثمار ارتباطاً وثيقاً مع عناصر البيئة المحيطة، خاصة الأسواق والمؤسسات المالية، ويمكن التعبير عن هذه العلاقة من خلال الشكل التالي:^١



الشكل رقم (١) العلاقة بين صناديق الاستثمار والأسواق والمؤسسات المالية

ومن خلال الشكل السابق نجد أن العلاقة بين صناديق الاستثمار، والأسواق والمؤسسات المالية تشمل النقاط التالية:

أولاً: فيما يتعلق بصناديق الاستثمار: تمثل صناديق الاستثمار جانب الطلب على الأوراق والمنتجات المالية التي تصدرها المؤسسات المالية والاقتصادية، ويتم طرحها في الأسواق المالية. ومن جهة أخرى تمثل جانب العرض على المنتجات، والخدمات المالية الأخرى التي يتم طرحها في المؤسسات والأسواق المالية لمقابلة أهداف ورغبات المدخرين والمستثمرين على المستوى الفردي والمؤسسي.

ثانياً: فيما يتعلق بالأسواق والمؤسسات المالية: تقوم بعرض الأوراق والمنتجات المالية التي تحتاج إليها صناديق الاستثمار لبناء تشكيلات متنوعة من محافظ الاستثمار. ومن جهة ثانية تمثل الأسواق والمؤسسات المالية جانب الطلب على منتجات صناديق الاستثمار

^١ . عبد الرحيم، هشام محمد . ٢٠٠١ . استخدام أدوات الهندسة المالية في تطوير أداء صناديق الاستثمار المصرية . رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال . كلية التجارة . بنها . ص ٩٠ .

وخدماتها بهدف عرضها على المستثمرين والمدخرين، أو حتى الاستفادة منها، مثال: قيام المؤسسات المالية باستثمار أموالها في وثائق الصناديق.

مما سبق، يتضح وجود علاقات دائرية ومترابطة بين صناديق الاستثمار من جهة، والأسواق والمؤسسات المالية من جهة أخرى. ويمكن تفسير علاقة صناديق الاستثمار بالمؤسسات والأسواق المالية كل على حدة كما يلي:

علاقة صناديق الاستثمار مع الأسواق المالية:

الأسواق المالية هي المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب على الأوراق المالية، وقد تكون أسواقاً أولية تتعامل في الأوراق المالية التي تصدر لأول مرة، أو أسواقاً ثانوية تتعامل في الأوراق المالية التي سبق طرحها في السوق الأولي. كما أنها قد تكون أسواق نقد تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل، أو أسواق رأس مال تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل ومتوسطة الأجل. وأياً كان نوعها، فإن هذه الأسواق تتداول فيها كافة أنواع الأوراق المالية، حيث توجد سوق لكل نوع من الأوراق والمنتجات المالية. فهناك أسواق الأسهم، وأسواق السندات، وأسواق النقد، وأسواق الخيارات المالية، وغيرها من الأدوات والمنتجات المالية الأخرى. وغني عن البيان، أن صناديق الاستثمار بحاجة إلى مثل هذه المنتجات المالية بغرض بناء محافظ الاستثمار التي تحقق توقعات ورغبات المدخرين والمستثمرين، وبالتالي توجد علاقة متداخلة بين الصناديق وهذه الأسواق^١. وفيما يلي النقاط التي تشمل عليها هذه العلاقة:

١. أسواق النقد: تستثمر صناديق الاستثمار في المنتجات المالية قصيرة الأجل والمتداولة في أسواق النقد مثال: أذون الخزانة والأوراق التجارية، وشهادات الإيداع وغيرها.
٢. أسواق الأسهم والسندات: تتعامل صناديق الاستثمار في العديد من الأسهم ذات الدرجات المختلفة من العائد والمخاطر، وتقوم بشراء سندات الشركات، وسندات الحكومة لبناء محفظة الاستثمار. وتستخدم إيرادات الأوراق المالية لشراء أوراق مالية جديدة.
٣. أسواق العقود الآجلة والخيارات: تلجأ صناديق الاستثمار إلى العقود الآجلة

^١ عبد الرحيم، هشام محمد . ٢٠٠١ . استخدام أدوات الهندسة المالية في تطوير أداء صناديق الاستثمار المصرية . رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال . كلية التجارة . بنها . ص ٩٢٠ .

والخيارات للتغطية ضد المخاطر المرتقبة في أسعار الأوراق المالية، ومعدلات الفائدة.

علاقة صناديق الاستثمار بالمؤسسات المالية:

المؤسسات المالية هي مؤسسات و سيطرة تقوم بـ ضخ المدخرات الفردية، والمؤسسية

والحكومية في قنوات الاستثمار والإقراض^١. والجدول التالي يعرض العلاقات المتداخلة بين صناديق الاستثمار والمؤسسات المالية الأخرى.

الجدول رقم (٣) العلاقة بين المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار

المؤسسات المالية	التفاعل مع صناديق الاستثمار
البنوك التجارية واتحادات الاستثمار والائتمان	* تستثمر صناديق أسواق النقد أموالها في شهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية التي تصدرها الشركات التابعة للبنوك. * تؤسس البنوك التجارية بعض صناديق الاستثمار. * تستثمر صناديق الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها البنوك.
شركات التمويل	* تستثمر صناديق أوراق النقد في الأوراق المالية التي تصدرها شركات التمويل. * تستثمر الصناديق في الأسهم والسندات التي تصدرها شركات التمويل.
شركات التأمين	* تستثمر الصناديق في الأسهم التي تصدرها شركات التأمين والعكس صحيح. * تقوم شركات التأمين بتسويق وثائق صناديق الاستثمار. * تملك بعض شركات التأمين بعض صناديق الاستثمار مثل صندوق استثمار شركة المستثمرين المتحدون للتأمين في مصر.
صناديق المعاشات	* تستثمر صناديق المعاشات في وثائق صناديق الاستثمار لتحقيق التنويع الملائم لخفض تكلفة الصفقات.
شركات تداول الأوراق المالية	* تقوم شركات السمسرة بتسويق وتنفيذ عمليات صناديق الاستثمار. * يتم تنظيم بعض صناديق الاستثمار عن طريق شركات السمسرة. * تشتري صناديق الاستثمار الأوراق المالية عن طريق شركات السمسرة. * توفر شركات السمسرة الاستشارات الفنية لصناديق الاستثمار.

المصدر^٢

من خلال ما تناولناه في هذا الفصل وخاصةً بعد دراسة أسواق المالية وماهيتها، وكذلك صناديق الاستثمار ومزاياها، وكيفية الاستثمار فيها، والعلاقة بين صناديق الاستثمار

^١ . النجار، فريد . ١٩٩٥ . البورصات والهندسة المالية . القاهرة ص ٢٢٨ .

^٢ . النجار، فريد . ٢٠٠٠ . الإدارة المالية الإستراتيجية والأسواق والمؤسسات المالية . القاهرة . بيت الإدارة للاستشارات والتدريب . ص ١٩٥ - ١٩٨ .

والأسواق والمؤسسات المالية الأخرى، وكيف تسهم صناديق الاستثمار في تنمية سوق الأوراق المالية بما تقدمه من مزايا للمستثمرين، يكون الباحث قد توصل إلى إثبات الفرضية الأولى للبحث ألا وهي: وجود علاقة وتفاعل بين سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار

الفصل الثاني

صناديق الاستثمار في مصر

المبحث الأول: الجوانب القانونية والتنظيمية لصناديق الاستثمار في مصر.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في مصر (تعريفها - مفهومها - أهدافها - مزاياها).

المبحث الثالث: إدارة صناديق الاستثمار في مصر.

ملاحظة: يشير الباحث إلى أن الأرقام والإحصائيات الخاصة بصناديق الاستثمار العاملة في مصر - والواردة في الفصلين الثاني والثالث - حتى أيار من عام ٢٠٠٨.

الفصل الثاني . المبحث الأول

الضوابط القانونية لصناديق الاستثمار في مصر

مقدمه : نظراً للأزمات التي تتعرض لها أسواق المال حول العالم والتمتدح كان آخرها أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية وما خلفته من خسائر كبيرة في أمريكا والعالم، حيث تبخرت أموال الملايين من صغار المدخرين وفقد الكثير ملكياتهم العقارية وتحولوا إلى مدينين للبنوك المفلسة لسنوات قادمة، وبظرة عامة إلى هذه الأزمة نجد أن ضعف الرقابة في بعض الأحيان وانعدامها في أحيان أخرى طمعاً في المربح، كلها عوامل رئيسة في نشوء الأزمة، لذلك نرى أن من الضروري التركيز على الضوابط القانونية التي تحكم نشاط صناديق الاستثمار في مصر وذلك كي لا تتحول إلى ما يشبه جامعي الأموال، حيث تُعدّ كفاءة المناخ القانوني من الضرورات لنداج صناديق الاستثمار وحسن تأديتها لمهامها.

نشأة صناديق الاستثمار في مصر: أُستحدثت صناديق الاستثمار بموجب قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢، وقد أفرد لها المشرع فصلاً كاملاً (الفصل الثاني من الباب الثاني لصناديق الاستثمار المواد من ٣٥ إلى ٤١)، حيث إنّ من أهم إيجابيات هذا القانون خلق أدوات جديدة تعمل على تنشيط سوق المال في مصر، وهي الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ونصت المادة ٣٧ من القانون المذكور على المقصود بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية تلك التي تباشر نشاطاً أو أكثر مما يلي:

١. ترويج الاكتتاب في الأوراق المالية وتغطيته.
٢. الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.
٣. المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.
٤. تكوين محافظ الأوراق المالية وإدارتها.
٥. السمسرة في الأوراق المالية.

الشكل القانوني للصناديق: تُعرّف صناديق الاستثمار من الناحية القانونية بأنها عبارة عن رؤوس أموال مجتمعة عن طريق مؤسسات الاستثمار الجماعي للأوراق المالية التي تتخذ شكل الشركة المساهمة ذات الشخصية المعنوية^١.

وتنص المادة ٢٥ من قانون سوق رأس المال على أن "يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة مساهمة برأس مال نقدي" وبالتالي لا يجوز المشاركة بالصندوق بحصة عينية، وكذلك اشترط المشرع أن تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه، أو المتعاملين معه، أو ممن تربطهم به علاقات، أو مصلحه ويرى الباحث أن الحكمة من ذلك هي ضمان حسن إدارة الصندوق وإبعاده عن شبهة التحيز أو المحاباة وتسيير الأمور لصالح فئة معينة من حملة الوثائق. وتعدد أشكال صناديق الاستثمار وفقاً لمعيار الجهة المالكة للصندوق إلى ثلاثة أشكال:

- صناديق الاستثمار المنشأة في شكل شركة مساهمة برأس مال نقدي للعمل في مجال الأوراق المالية.

- صناديق الاستثمار المنشأة من خلال البنوك.

- صناديق الاستثمار المنشأة من خلال شركات التأمين.

بالإضافة إلى الأنواع السابقة فقد أصدر وزير الاقتصاد المصري القرار رقم ٩٣٥ لعام ١٩٩٦ القاضي: بإضافة نشاط صناديق الاستثمار المباشر إلى مجالات أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وتسري القواعد الخاصة بشركات صناديق الاستثمار على صناديق الاستثمار المباشر فيما لم يرد بشأنه نص أو قواعد تضعها الهيئة لهذا النوع، أي أن صناديق الاستثمار المباشر تأخذ شكل شركة مساهمة.

دواعي إدخال صناديق الاستثمار المباشر: في مرحلة الإصلاح الاقتصادي ومرحلة الإسراع في برنامج الخصخصة في مصر تمّ سن التشريعات الخاصة بصناديق الاستثمار المباشر لكي تؤدي دوراً مهماً في توفير التمويل والخبرات المالية والإدارية المطلوبة لتطوير الشركات وإصلاحها، وخاصة شركات القطاع العام التي تلزم عادة هيكلتها، وتطوير أدائها قبل

^١ قاسم، منى. ١٩٩٥. صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين. الدار المصرية اللبنانية. القاهرة، ص ١٦٨.

طرحها للجمهور، كما تساهم هذه الصناديق في توفير أداء جيد للاستثمار في الأوراق المالية من خلال جذبها للخبرات العالمية المتخصصة في الاستثمار في الشركات التي تتطلب خبرة ودراية عالية لإصلاح مسارها^١.

الغرض من إنشاء الصندوق: نصت المادة ١٤٠ من اللائحة التنفيذية على الهدف من إنشاء الصناديق والحدود والأوضاع التي يتم بشأنها عملية استثمار المدخرات في الأوراق المالية، حيث أشارت في فقرتها الأولى إلى "تهدف صناديق الاستثمار إلى استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية ولا يجوز لها مزاوله أية أعمال مصرفية وعلى وجه خاص إقراض الغير أو ضمانه أو المضاربة في العملات أو المعادن النفيسة". وبالنظر إلى المادة ١٤٠ من اللائحة التنفيذية يرى الباحث أن المشرع حدد إن الهدف من إنشاء صناديق الاستثمار هو تعبئة مدخرات المواطنين بهدف استثمارها في الأوراق المالية بالنيابة عنهم وذلك بأفضل الطرق المتاحة بما يعظم العائد ويقلل المخاطر، ومنع المشرع هذه الصناديق من مزاوله أي أنشطة مصرفية، أو ما شابه ذلك إلا بموافقة مجلس إدارة الهيئة وفي هذا الصدد يرى الباحث أن حصر نشاط الصناديق بالاستثمار في الأوراق المالية فقط إنما يتماشى مع الغرض الأساسي من إنشاء صندوق الاستثمار، وهو تلبية حاجة المواطنين المذنين لا يمتلكون المعرفة الكافية للاستثمار في السوق. ويخدم السوق المالية من جهة أخرى من خلال تشييط التعامل على الأوراق المالية المتداولة فيها، وكذلك يحول دون تحول صناديق الاستثمار إلى ما يشبه جامعي الأموال.

وثائق الاستثمار: تُعرّف وثائق الاستثمار بأنها ورقة مالية تُصدرها صناديق الاستثمار مقابل أموال المستثمرين بقيمة أسمية واحدة في ذات الإصدار وتتخذ الشكل الاسمي أو لحامله وقابلة للتداول^٢.

^١ سليمان، محمود. ١٩٩٧. صناديق الاستثمار. مدخل إداري واقتصادي. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل. القاهرة. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. جامعة الأزهر. الجزء الأول، المحور الأول، ص ٢٤.

^٢ سيد طه، بدوي. ٢٠٠٠. عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية. رسالة دكتوراه. جامعة القاهرة. ص ١٨٠.

وتتميز وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار المصرية بالخائص التالية^١:

١. هي ورقة مالية: مسماها القانوني وثائق استثمار.
٢. يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراقاً مالية في صورة وثائق استثمار اسمية بقيمة واحدة.
٣. يوقع على الوثيقة عضوان من أعضاء مجلس إدارة الصندوق يعينهما المجلس والمدير المسؤول، وتكون للوثائق كوبونات ذات أرقام متسلسلة مشتملة على رقم الوثيقة.
٤. لا يجوز للصندوق إصدار وثائق استثمار لحاملها إلا وفقاً للشروط والأوضاع التي يحددها مجلس إدارة الهيئة في كل حالة على حدة وبشرط أن لا يزيد عدد هذه الوثائق عن ٢٥٪ من مجموع الوثائق المصدرة.
٥. لا يجوز إصدار وثائق الاستثمار إلا بعد الوفاء بقيمتها نقداً وفقاً لسعر الإصدار، وتُحول هذه الوثائق للمستثمرين حقوقاً متساويةً من قبل الصندوق، ويكون لحامليها حق الاشتراك في الأرباح، والخسائر الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يملكه وفقاً للشروط والأوضاع التي تبينها نشرة الاكتتاب.
٦. "يُحدد الصندوق القيمة الاسمية لوثيقة الاستثمار عند الإصدار، لا تقل عن عشرة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه" ويرى الباحث أنّ من الضروري أن تكون قيمة وثيقة الاستثمار متلائمة مع المستوى العام للدخول بحيث يكون الاستثمار فيها متاحاً أمام أكبر شريحة ممكنة من المواطنين.
٧. إذا زادت طلبات الاكتتاب في الوثائق عن عدد وثائق الاستثمار المطروحة، فيجب أن تُوزع هذه الوثائق على المكتتبين كل بنسبة ما اكتتب به، ويتم التصرف في الكسور التي تنشأ عن عملية التخصيص لصالح صغار المكتتبين.
٨. يبقى باب الاكتتاب في وثائق الاستثمار مفتوحاً لمدة ١٥ يوماً على الأقل يجوز بعدها قفل باب الاكتتاب إذا تمت تغطيته.

^١ مزايا وثائق صناديق الاستثمار العاملة في مصر من إعداد الباحث بالاعتماد على اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. المواد ١٤٦، ١٤٨، ١٥٤، ١٥٧، ١٦٢.

٩. ينقضي الصندوق إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار إلى ٥٠٪ من إجمالي عدد الوثائق المكتتب بها، ما لم تقرر أغلبية حملة الوثائق استمرار نشاطه، وينقضي الصندوق في جميع الأحوال إذا انخفض عدد الوثائق عن ٢٥٪ من العدد المكتتب به.

حقوق حاملي وثائق الاستثمار: تُحول وثيقة الاستثمار لصاحبها أو لحاملها بحسب الأحوال عدداً من الحقوق منها:

١. حق المشاركة في نتائج استثمارات الصندوق.
٢. حق المشاركة في اختيار أغلبية أعضاء مجلس إدارة الصندوق.
٣. حق استرداد قيمة الوثائق التي يمتلكونها قبل انقضاء مدتها، إذا نصت نشرة الاكتتاب على هذا الحق على أن يكون ذلك إما بسعر الإصدار، أو بقيمة آخر سعر إقفال أيهما أقل، ولا يجوز للصندوق إصدار وثائق بديلة لتلك التي تم استرداد قيمتها. أما في حالة صناديق البنوك وشركات التأمين فتتحدد قيمة الوثيقة التي يتم استردادها على أساس نصيبها في صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية يوم العمل الأخير من الأسبوع السابق للاسترداد^١.

٤. حق تداول وثائق الاستثمار في البورصة إذا كانت مقيدة بها.

٥. حق الاقتراض بضمانها من جهات الإقراض بوصفها ورقة مالية^٢.

الحد الأقصى لوثائق الاستثمار: يختلف الحد الأقصى للوثائق المسموح إصدارها بالنسبة لصناديق الاستثمار في مصر وذلك تبعاً للجهة المؤسسة للصندوق، فعندما تؤسس هذه الصناديق من قبل البنوك أو شركات التأمين، فإن الحد الأقصى لأموال المستثمرين لدى الصندوق يكون عشرين ضعف المبلغ الذي يُخصص لمباشرة ذلك النشاط. في حين يكون عشرة أمثال رأس المال المدفوع بالنسبة للصناديق التي تؤسس في صورة شركات مساهمة. وكذلك الأمر بالنسبة لصناديق الاستثمار المباشر، ويرى الباحث أن ربط عدد الوثائق المصدرة برأس مال الصندوق إنما يعطي أهمية أكبر لرأس المال بحيث إن الصندوق الذي يتمتع بمركز مالي

^١ المواد ١٥٩، ١٧٧ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

^٢ صقر، عطية عبد الحليم. ١٩٩٧. الإطار القانوني لصناديق الاستثمار. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل. الإطار القانوني لصناديق الاستثمار. القاهرة. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. جامعة الأزهر. الجزء الثاني، المحور الخامس. ص ٢٢٢، ٢٢٣.

أقوى تكون له فرصة أكبر في توسيع استثماراته. وإن إعطاء صندوق استثمار البنك، أو شركة التأمين إمكانية أكبر لتوسيع استثماراته بالنسبة لرأس ماله إنما يعود إلى كون هذه الصناديق - وبحكم أنها تتبع بنكاً أو شركة تأمين - تتوفر لها خبرة مالية أكبر، وبالتالي قدرة على الاستثمار بكفاءة أعلى^١.

قيد الوثائق في البورصة: بخصوص الوثائق التي تصدرها البنوك و شركات التأمين فإنه لا يجوز للصندوق قيد أو تداول وثائق الاستثمار في بورصات الأوراق المالية^٢. ويرجع السبب في ذلك إلى قدرة البنك أو شركة التأمين على رد قيمة الوثيقة إلى العميل وقت يشاء على اعتبار أن البنك أو شركة التأمين يتمتعان بمركز مالي أقوى من الصناديق التي تزشها شركات مستقلة أو صناديق الاستثمار المباشر، والتي يُسمح لها بقيد الوثائق التي تصدرها في بورصة الأوراق المالية.

شراء الأوراق المالية: يشترط قانون سوق رأس المال على صناديق الاستثمار شروطاً وضوابط فيما يتعلق بتوزيع أموال الصندوق على الأنواع المختلفة من الأوراق المالية، وبالنسبة لصناديق الشركات تشتري أوراقاً مالية على النحو الآتي:

- ألا تزيد نسبة ما يستثمره في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن ١٠٪ من أموال الصندوق وبما لا يجاوز ١٥٪ من أوراق تلك الشركة.

- ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى عن ١٠٪ من أمواله، وبما لا يجاوز ٥٪ من أموال الصندوق المستثمر فيه.

ويرى الباحث أن النسب التي اشترطها قانون سوق رأس المال على الصناديق وذلك للاستثمار في الأنواع المختلفة من الأوراق المالية يؤدي إلى تنويع استثمارات الصندوق الأمر الذي يقلل المخاطر التي يتعرض لها حملة الوثائق، ويحمي الصندوق من التعرض لهزات مالية.

^١ المواد ١٤٧، ١٧٥ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

^٢ المادة ١٨٢ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

حماية حقوق حملة الوثائق:

لقد وضع قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية ضوابط ومحاذير بهدف حماية العملاء، وضمان حقوقهم وهي:

١. لا يجوز للصندوق مزاوله أية أعمال مصرفية وعلى وجه الخصوص إقراض الآخرين أو ضمانهم أو المضاربة في العملات والمعادن النفيسة.

٢. لا يجوز للصندوق مزاوله أي نشاط آخر إلا بترخيص من البورصة.

٣. لا يجوز الاقتراض من الآخرين بما يجاوز ١٠٪ من قيمة وثائق الاستثمار القائمة إلا بشرط محدد مسبقاً.

٤. أوكل المشرع إدارة الصندوق لمجلس إدارة لا يرتبط أغلبية أعضائه بأية مصلحة تُجنى من تعاملاته.

٥. حتم القانون أن تكون الإدارة الفعلية، أو التنفيذية في يد شركة أو جهة متخصصة ذات خبرة في إدارة صناديق الاستثمار.

٦. حددت اللائحة التنفيذية أحكاماً خاصة بشأن مدير الاستثمار تحدد حقوقه وواجباته، وخبرته، وكفاءته، والتزاماته، والمحظورات عليه.

٧. استوجب المشرع مراجعة حسابات الصندوق من قبل مراقبين للحسابات يُختاران من بين العتيدين في سجل مراقبي الحسابات، وبمعرفة هيئة سوق المال والجهاز المركزي للمحاسبة.

٨. اهتم المشرع ببيانات نشرات الاكتتاب في وثائق استثمار الصناديق وحظر تعديلها إلا بعد موافقة حملة هذه الوثائق.

٩. أوجب المشرع على الصندوق الاحتفاظ في خزائنه بنسبة كافية من السيولة النقدية لمواجهة طلبات الاسترداد لقيمة وثائق الاستثمار وفقاً لشروط الاسترداد.

١٠. حظر المشرع على الصندوق رد قيمة الوثائق، أو توزيع العائد بالمخالفة لشروط الإصدار^١.

مقارنة بين صناديق الاستثمار المتيؤسها البنوك وشركات التأمين و صناديق الاستثمار في شكل شركات مساهمة:

الجدول رقم (٤) مقارنة بين صناديق الاستثمار التي تؤسسها البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار في شكل شركات مساهمة

مجالات المقارنة	صناديق البنوك وشركات التأمين	صناديق الاستثمار في شكل شركات مساهمة	صناديق الاستثمار المباشر
نوع الصندوق	صندوق مفتوح	صندوق مغلق	صندوق مغلق
الشكل القانوني	أحد أنشطة البنك أو شركة التأمين قبل الحصول على ترخيص الهيئة	شركة مساهمة	شركة مساهمة
الترخيص	لابد من الحصول على ترخيص من البنك المركزي المصري (صناديق البنوك) أو الهيئة العامة للرقابة على التأمين (صناديق شركات التأمين)	يتم الحصول على الترخيص من قبل مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال	يتم الحصول على الترخيص من قبل مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال
أموال المستثمرين	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراقاً مالية في صورة وثائق استثمار تُطرح للاكتتاب العام والخاص	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراقاً مالية في صورة وثائق استثمار تُطرح للاكتتاب العام والخاص	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراقاً مالية في صورة وثائق استثمار يتم تغطيتها عن طريق الاكتتاب غير العام
تداول الوثائق	لا يتم قيد الوثائق وتداولها في البورصة	يُسمح بقيد الوثائق وتداولها في البورصة	يُسمح بقيد الوثائق وتداولها في البورصة
رأس مال الصندوق	خمسة ملايين جنيه مدفوعة بالكامل	خمسة ملايين جنيه مدفوعة بالكامل	عشرة ملايين جنيه مدفوعة بالكامل

^١ يُنظر:

- صقر، عطية عبد الحليم. ١٩٩٧. الإطار القانوني لصناديق الاستثمار. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل. الإطار القانوني لصناديق الاستثمار. القاهرة. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. جامعة الأزهر. الجزء الثاني، المحور الخامس. ص ٢٢٦، ٢٢٧.
- عبد السلام، آمال أحمد. ١٩٩٧. الإطار القانوني لصناديق الاستثمار. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل. الإطار القانوني لصناديق الاستثمار. القاهرة. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. جامعة الأزهر. الجزء الثاني، المحور الخامس. ص ٢٤٩، ٢٥٠، ٢٥١.

الحد الأقصى للاكتتاب في وثائق الاستثمار	عشرين ضعف المبلغ الذي يُخصص لمباشرة النشاط	عشرة أمثال رأس المال المدفوع	عشرة أمثال رأس المال المدفوع
استرداد قيمة الوثائق	على أساس نصيبها في صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية يوم العمل الأخير من الأسبوع السابق للاسترداد	من خلال بيع الوثيقة في السوق أو إذا نصت نشرة الاكتتاب على هذا الحق	لا يجوز استرداد وثيقة الاستثمار قبل انقضاء المدة.
مدير الصندوق	يدير الصندوق شركة إدارة مستقلة تتوافر لها خبرات مالية وفنية معينة وفقاً للشروط التي حددها القانون ١٩٩٢/٩٥ ولائحته التنفيذية	يدير الصندوق شركة إدارة مستقلة تتوافر لها خبرات مالية وفنية معينة وفقاً للشروط التي حددها القانون ١٩٩٢/٩٥ ولائحته التنفيذية	يدير الصندوق شركة إدارة مستقلة تتوافر لها خبرات مالية وفنية معينة
السياسة الاستثمارية	■ لا صندوق الا استثمار في الأوراق المالية المقيدة في البورصة. ■ ألا تزيد نسبة ما يستثمره في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن ١٠٪ من أموال الصندوق و بما لا يجاوز ١٥٪ من أوراق تلك الشركة. ■ ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار المتي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى عن ١٠٪ من أمواله و بما لا يجاوز ٥٪ من أموال الصندوق المستثمر فيه.	■ لا صندوق الا استثمار في الأوراق المالية المقيدة في البورصة. ■ ألا تزيد نسبة ما يستثمره في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن ١٠٪ من أموال الصندوق و بما لا يجاوز ١٥٪ من أوراق تلك الشركة. ■ ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار المتي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى عن ١٠٪ من أمواله و بما لا يجاوز ٥٪ من أموال الصندوق المستثمر فيه.	■ للصندوق الاستثمار في الأوراق المالية المقيدة أو غير المقيدة في البورصة. ■ ألا تزيد نسبة ما يستثمره في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن ٢٥٪ من أموال الصندوق.
مجلس الإدارة	ليس له مجلس إدارة مستقل عن مجلس إدارة البنك أو شركة التأمين.	مجلس إدارة مستقل	مجلس إدارة مستقل

المصدر: الجدول من إعداد الباحث من خلال اطلاعه على قانون سوق المال ٩٥ لعام ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية.

الفصل الثاني . المبحث الثاني

صناديق الاسـتثمار في مصر

الوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار في مصر:

تُعَدُّ الوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية، ولا يجوز لها مزاوله أية أعمال مصرفية كإقراض الآخر، أو ضمانه، أو المضاربة في المعادن النفيسة، ومن ثمَّ فإنَّ صناديق الاستثمار تُقدِّم مجموعة متنوعة من الأوراق المالية بالإضافة إلى ما تقوم به من إدارة، وإشراف، وعمليات بيع، وإعادة بيع الأوراق المالية للجمهور، وتقوم صناديق الاستثمار بإصدار الأوراق المالية التي تبيعها للجمهور في شكل ما يُسمى "وثائق استثمار". ويجب على صناديق الاستثمار أن تُعلن عن أهدافها وسياستها؛ التي تتبعها في تكوين محفظة الأوراق المالية التي تستثمر أموالها بها.

الهدف من إنشاء صناديق الاستثمار في مصر:

جاء استحداث صناديق الاستثمار في مصر من خلال القانون 95 لسنة ١٩٩٢، وقد ترافق إصدار هذا القانون مع حركة إصلاحية في الاقتصاد المصري، حيث تمَّ تحرير السياسة النقدية والائتمانية التي كان تحرير أسعار الفائدة من أحد سماتها الرئيسية، وتطبيق برنامج زمني لخصخصة شركات القطاع العام وطرح وحداته للبيع وتوسيع قاعدة الملكية من خلال طرح جزء من أسهم الشركات والبنوك للجمهور، ونتج عن ذلك زيادة في دخول بعض الأفراد والمؤسسات وبالتالي زيادة مدخراتهم، فظهرت الحاجة لأوعية استثمارية تستوعب تلك المدخرات، خصوصاً في مجال الأوراق المالية.

وبالتالي فإنَّ المناخ كان مُهيأً تماماً كي تأخذ بورصة الأوراق المالية دورها، وهناك حاجة ملحة إلى تقوية نشاط البورصات، وفي ظل هذا المناخ الديناميكي جاءت فكرة صناديق الاستثمار مع إيجاد دور قوي للبنوك في تأسيسها وإنشائها.

وتهدف صناديق الاستثمار في مصر إلى عدة أهداف مهمة تحاول من خلالها تحقيق التوازن بين أهداف المدخرين والبنوك والدولة. إلا أنَّ هدفها الأساسي هو تنمية رأس المال،

وتحقيق دخلٍ جارٍ للعملاء، وبالإضافة إلى الأهداف العامة هناك أهداف خاصة بكل صندوق، ويتم وضع الأهداف الخاصة لتلائم فئة خاصة من المستثمرين.

ويمكن حصر بعض الأهداف الرئيسية لصناديق الاستثمار في مصر كما يلي:

١. تُعدُّ صناديق الاستثمار في مصر أدوات مالية جديدة تقوم بتدوير محافظ الأوراق المالية للبنوك بهدف تحقيق ربحية عالية للبنك الذي يؤسسها وكذلك زيادة فاعلية محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها البنك، حيث إن تحريك المحفظة سيؤدي إلى بيع أسهم، أو شراء غيرها، وقد دأبت البنوك لسنوات طويلة على الاحتفاظ بمحفظة أوراقها المالية من دون تحريك، وخاصة بالنسبة للشركات الناجحة، فهي لا تفرط فيها، ومن هنا، فهناك فرصة عالية وكبيرة لتحقيق ربحية جراء بيع جزء من المحفظة لصندوق الاستثمار، ويتحقق هذا الربح نتيجة فروق تقييم الأسهم التي معظمها لم يتحرك ويتم بيعه منذ تمّ الاكتتاب به بالقيمة الاسمية^١.

٢. التأثير على المدخرين: تستخدم صناديق الاستثمار حصيلة بيع وثائقها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية، بما يُمكن من توجيه المدخرات القومية المجمعة لديها إلى استثمارات منتجة (غير بنكية)، الأمر الذي يحمي المدخرات الوطنية وذلك بإتاحة وسائل استثمار مرتفعة العائد وآمنة. حيث إن انعدام الوسائل التي تستوعب المدخرات الوطنية أدى إلى ضياع هذه المدخرات من خلال شركات توظيف الأموال. ولم يلجأ المواطنون إلى شركات توظيف الأموال إلا بسبب انعدام الأدوات التي تستوعب مدخراتهم، وبالتالي فوجود صناديق الاستثمار سيؤدي إلى تعدد الخيارات الادخارية أمام المدخرين^٢.

٣. تستفيد البنوك من دورها في نشاط صناديق الاستثمار، حيث تلجأ البنوك إلى الصناديق لتوظيف فائض السيولة لديها، وأيضاً لتدوير محافظ أوراقها المالية الراكدة منذ

١ علي، محمد ماهر محمد. ١٩٩٧. تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل. تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر. القاهرة. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. جامعة الأزهر. الجزء الأول، المحور الثاني. من ص ١٦٤ إلى ص ١٦٦.

٢ خليفة، عصام. ١٩٩٧. تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل. تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر. القاهرة. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. جامعة الأزهر. الجزء الأول، المحور الثاني. ص ١٣٧.

زمن، يُضاف إلى ذلك الفوائد التي تجنيها البنوك من خلال النشاطات التي تقوم بها والخاصة بصناديق الاستثمار من خلال رسوم عمليات ترويج وثائق الاستثمار^١.

٤. تحقيق الفائدة للأفراد وللبنوك التي تقوم بتأسيسها من خلال:

- العائد الذي يحصل عليه حملة الوثائق يتمثل في الأرباح الإيرادية (قيمة الكوبون)، والأرباح الرأسمالية التي تتمثل في الفروق بين القيمة الاسمية للأسهم والقيمة السوقية لها. وهذا أفضل من العائد الذي يحصل عليه المستثمر عند إيداع أمواله في البنك والتي تتمثل فقط في الفوائد من دون الحصول على أرباح رأسمالية.

- أما البنك فيحصل على عوائد تتمثل بالعمولات والأتعاب التي سيجنيها من خلال دوره في المراحل المختلفة لأداء الصندوق.

٥. التوجه نحو شريحة أكبر من المدخرين: من خلال ما يلي:

- فتح مجالات جديدة أمام المدخرين لاستثمار أموالهم، بما يُمكن من جذب أصحاب المدخرات الذين قد لا يناسبهم لسبب أو لآخر الإيداع في البنوك حتى لا تتسرب مدخراتهم عن دورة النشاط القومي.

- جذب فئات المدخرين الذين يرغبون بالاستثمار في الأوراق المالية ولكن تنقصهم الخبرة.

- يؤدي إنشاء صناديق الاستثمار إلى وجود منفذ لصغار المدّخرين للتعامل مع أسواق المال، وهؤلاء حُرّموا لسنوات طويلة من التعامل مع سوق الأوراق المالية الذي كان حكرًا على كبار المدخرين، وقد أقرّ قانون سوق رأس المال على ألا يقل سعر وثيقة الاستثمار عن عشرة جنيهاً، ولا تزيد عن ألف جنيه. وهذا يوضح تماماً الشريحة الرئيسة التي حرص المشرع أن تكون القاعدة الأساسية من جمهور صناديق الاستثمار، وهي المدخر الصغير، وبالطبع فإن تحديد قيمة الحد الأدنى والأعلى لوثيقة الاستثمار يكون من خلال السياسة الاستثمارية التي يضعها مدير الاستثمار مع مراعاة أن تكون قيمة الوثيقة وفقاً لما قننه المشرع.

١ . قاسم، مكي. ١٩٩٥ . صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين . الدار المصرية اللبنانية . القاهرة، من ص ٤٧ إلى ص ٤٩.

٦. الأمان: تُمكن صناديق الاستثمار من تخفيض حجم المخاطر التي يتعرض لها المستثمر من خلال ما يلي:

• تنويع محفظة الأوراق المالية وهو أمر قد لا يستطيع المستثمر الصغير تحقيقه إما لنقص الخبرة أو لنقص المبالغ المتاحة له في هذا المجال. فالصناديق بحكم الخبرة وتوفر المبالغ المالية الكافية، تتناول محفظتها أوراقاً مالية للعديد من الشركات، مما يحقق تشكيلة متنوعة قد لا تتوافر لكثير من المستثمرين.

• الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة في إدارة صناديق الاستثمار.

• عادة الاستثمار في الأسهم مرتفع المخاطر، أما الصناديق التي تتعامل في تشكيلة متنوعة الأوراق والآجال من سندات، وأسهم، وأدوات مالية أخرى؛ كأذون الخزانة، وشهادات الإيداع وغيرها، فهي قليلة المخاطر بوجه عام.

• إنَّ منهج عمل صندوق الاستثمار وأسلوبه يهدفان تماماً إلى تقليل مخاطر الاستثمار وتوزيعه من خلال تعدد منافذ الاستثمار، وقيام المستثمر باختيار المدى الزمني إذا كان طويل الأجل، أو قصير الأجل وفقاً لاحتياجاته، فرغبات المستثمر تحدد الأوراق المالية التي سيتعامل معها من خلال صندوق الاستثمار. وكلما زادت رغبته في تحقيق ربح مرتفع زادت درجة تقبله للمخاطر، وكلما توزعت أوراقه، وتنوعت بين أسهم شركات، وسندات، وأذون خزانة أمكن تقليل المخاطر.

٧. تنشيط السوق: تمثل صناديق الاستثمار أداة هامة تُسهم في تنشيط سوق الأوراق المالية في مصر. وهذا في حد ذاته هدف رئيسي ووسيلة في الوقت ذاته، حيث تتعامل صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وهذا من شأنه أن يُنشط ويزيد كفاءة سوق رأس المال.

٨. المرونة: إن تنوع صناديق الاستثمار من حيث أهدافها يوفر مرونة الانتقال بين الصناديق المختلفة وفقاً لما يتوافق وأوضاع المستثمر وأهدافه الاستثمارية، فالصندوق الذي يختاره المستثمر، يتحدد من خلال الهدف الذي يرغب المستثمر في تحقيقه.

٩. السيولة: توفر صناديق الاستثمار المفتوحة (وهي الأكثر في مصر) السيولة للمستثمر، حيث يمكن للمستثمر استرداد قيمة الوثائق التي اشتراها من هذه الصناديق في الوقت الذي يناسبه.

نوعية الخدمات التي تقدمها صناديق الاستثمار في مصر:

قامت صناديق استثمار البنوك التي تم تأسيسها في مصر بتقديم تشكيلة من الخدمات تكاد تتشابه في مضمونها وأهدافها^١. فهدفها الأساسي جذب قاعدة العملاء نحو شراء وثائق استثمار الصندوق بتقديم تلك التسهيلات وهي كما يلي:

- عمليات الحفظ لوثائق الاستثمار لدى البنك مجاناً كجزء من الخدمة الملازمة لعملية الاستثمار في الوثائق (صندوق كريدي أكریکول وصندوق البنك الأهلي وبنك الإسكندرية).
- تقديم القروض بضمان وثائق الاستثمار (صندوق البنك الأهلي المصري وصندوق كريدي أكریکول).
- إصدار شيك بقيمة الأرباح الدورية في حالة طلب العميل (صندوق كريدي أكریکول).
- تقديم الخدمات الاستشارية من فريق الخبراء الذي يدير الوثائق في حالة طلب حملة الوثائق أي إفادة أو استفسار (البنك الأهلي المصري).
- إمكانية إعادة استثمار الأرباح الدورية وفقاً لرغبة العميل والأرباح التي تصرف كل 6 شهور (صندوق كريدي أكریکول).

نوعية صناديق الاستثمار العاملة في مصر:

تختلف الصناديق التي تم تأسيسها في مصر، ولكن في أغلبها صناديق مفتوحة قامت البنوك بتأسيسها، وتختلف فيما بينها بطريقة احتساب العائد وتوزيعه و لجدول التالي يتضمن بعض صناديق الاستثمار العاملة في مصر ونوعها وأهدافها:

١ قام الباحث بإعداد هذه الفقرة بعد إطلاعه على النشرات الخاصة ببعض صناديق الاستثمار العاملة في مصر.

الجدول رقم (٥) بعض صناديق الاستثمار العاملة في مصر

اسم الصندوق	نوع الصندوق	الهدف
صندوق استثمار بنك مصر النقدي ذو العائد الدوري	صندوق مفتوح	عائد يومي تراكمي على الأموال المستثمرة فيه يتم إضافته إلى حساب العميل طرف البنك في آخر كل يوم. يهدف الصندوق بصفة خاصة إلى تقديم وعاء ادخاري واستثماري يوفر السيولة النقدية اليومية
صندوق استثمار البنك التجاري الدولي الأول النقدي "أصول"	صندوق مفتوح	عائد يومي تراكمي على الأموال المستثمرة يستثمر الصندوق أمواله في استثمارات سائلة قصيرة ومتوسطة الأجل مثل السندات وأذون الخزانة والودائع البنكية وصكوك التمويل وشهادات الادخار ويتم الاسترداد بشكل يومي
صندوق استثمار بنك الإسكندرية الثاني النقدي ذو العائد اليومي التراكمي	صندوق مفتوح	عائد يومي تراكمي يتوجه الصندوق نحو الشركات والأفراد الذين يرغبون في استثمار فائض أموالهم لمدة قصيرة الأجل. ويستثمر الصندوق أمواله في استثمارات سائلة قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل مثل السندات وأذون الخزانة والودائع البنكية وأي أوراق مالية أخرى. ويتم الاسترداد بشكل يومي.
صندوق بنك مصر للسيولة بالدولار	مفتوح	عائد يومي تراكمي تقديم وعاء ادخاري واستثماري بتوزيع استثماراته على أدوات مالية مختلفة قصيرة الأجل عن طريق الاستثمار في سوق الأوراق المالية
صندوق استثمار بنك كريدي أكرىكول- مصر- الأول	صندوق مفتوح الأسهم	عائد نقدي دوري يهدف إلى تحقيق نمو الأموال المستثمرة عن طريق تكوين محفظة أوراق مالية تشمل على أسهم وسندات وأذون خزانة محلية وعالمية. ويوزع الصندوق لحاملي الوثائق دخل دوري كل ستة أشهر ويتم الاسترداد بشكل يومي
صندوق استثمار بنك القاهرة	صندوق مفتوح الأسهم	يهدف الصندوق إلى استثمار أمواله في تكوين محفظة متنوعة من الأوراق المالية تشمل أسهم - سندات سواء محلية أو عالمية بالجنيه المصري والعملات الأجنبية القابلة للتحويل.
صندوق الأهلي الأول	صندوق مفتوح	عائد تراكمي أول صندوق تم إنشاؤه بتاريخ ١٩٩٤/٩/١
صندوق استثمار بنك كريدي أكرىكول- مصر- الثالث	صندوق مفتوح	عائد يومي تراكمي يستثمر الصندوق أمواله في استثمارات سائلة قصيرة ومتوسطة الأجل مثل السندات وأذون الخزانة و الودائع البنكية فيما عدا الأسهم ويتم الاسترداد بشكل يومي
صندوق استثمار التعمير	صندوق مفتوح	الهدف الرئيسي للصندوق هو تنمية رأس المال بالإضافة إلى توليد تيار من التوزيعات، و التنوع عن طريق الاستثمار في تشكيلة كبيرة من الأسهم المصرية المقيدة في شتى قطاعات الأعمال

الجدول من إعداد الباحث بعد إطلاعه على النشرات الخاصة ببعض صناديق الاستثمار العاملة في مصر.

مزاي صناديق الاستثمار العاملة في مصر: تتمتع صناديق الاستثمار في مصر بالمزايا والخواص التي تتمتع بها صناديق الاستثمار بشكل عام، بالإضافة إلى مزايا خاصة لكل صندوق، وذلك تلبيبة لرغبات فئة معينة من المستثمرين. وللتعرف على المزايا العامة والخاصة التي تتمتع بها صناديق الاستثمار في مصر نأخذ بعض صناديق الاستثمار كمثال ندرسه للتحقق من مدى تحقيقها للمزايا والخواص التي تتمتع بها صناديق الاستثمار^١.

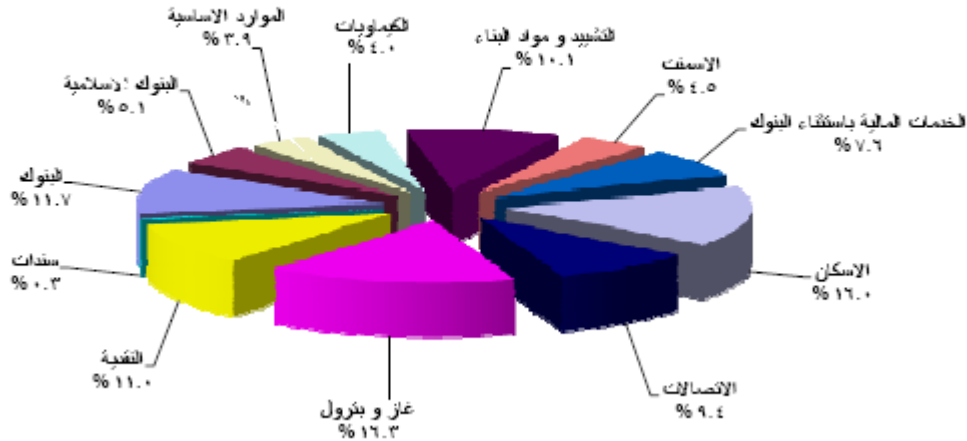
التنوع: إن تنوع الأوراق المالية التي تستثمر بها صناديق الاستثمار يُعدُّ من العوامل الأساسية التي تدفع المستثمرين إلى اقتناء وثائق الاستثمار الصادرة عن هذه الصناديق، وتنوع الأوراق المالية يعتمد بدوره على السياسة الاستثمارية التي تضع الضوابط على نوعية الأوراق المالية التي يستثمر بها الصندوق، فبخصوص الأوراق المالية التي يستثمر بها صندوق كريدي أكريكول الأول* فهي على الشكل التالي:

- الأوراق المالية حتى حد أقصى ٩٠٪ من أصول صندوق الاستثمار.
 - سندات الشركات حتى حد أقصى ٥٠٪.
 - السندات قصيرة الأجل وسهلة التحويل إلى نقد بحد أدنى ١٠٪ (إلزامي).
- نلاحظ أن توزيع أموال الصندوق حسب النسب السابقة إنما يتماشى مع الهدف الأساسي للصندوق في تعظيم القيمة الرأسمالية للوثيقة، حيث نجد تركّز القسم الأعظم من استثمارات الصندوق في الأوراق المالية (الأسهم) في حين نجد انخفاض نسبة الأموال المخصصة للاستثمار في السندات. هذا فيما يتعلق بتنوع استثمارات الصندوق بين الأنواع المختلفة من الأوراق المالية، أما فيما يتعلق بتنوع استثمارات الصندوق بين القطاعات المختلفة، فنجد أن إدارة الصندوق قامت بتوزيع أموال الصندوق بين عدد كبير من القطاعات الأمر الذي يعطي أماناً أكبر للمستثمرين ويقلل نسبة المخاطر والشكل التالي يوضح ذلك:

١ الأرقام الواردة بهذه الفقرة مأخوذة من النشرات الخاصة بصناديق الاستثمار العاملة في مصر.

* تم تغيير اسم صندوق البنك المصري الأمريكي إلى صندوق بنك كريدي أكريكول مصر ابتداءً من ٢٠٠٦/٩/٣، الكتاب السنوي للبورصة المصرية عام ٢٠٠٧.

توزيع الأصول



الشكل رقم (٢) توزيع استثمارات صندوق كريدي اكريكول الأول

وإذا ما قارنًا صندوق كريدي أكريكول الأول مع صندوق كريدي أكريكول الثالث نجد أن توزيع أموال الصندوق الثالث بين الأنواع المختلفة للأوراق المالية يعكس سياسة استثمارية متحفظة للصندوق الثالث حيث تتوزع استثمارات الصندوق على الشكل الآتي:

- أذون الخزانة المصرية والسندات حتى حد أقصى ٦٠٪ من أصول صندوق الاستثمار.
- سندات الشركات والمؤسسات المالية حتى حد أقصى ٢٥٪.
- السندات قصيرة الأجل وسهلة التحويل إلى نقد حتى ٥٠٪.

حيث إن هذا التنوع يخدم الهدف الأساسي للصندوق وهو تحقيق عائد دوري سنوي أعلى من عائد الودائع السنوية المصرفية، وإن توجيه استثمارات الصندوق بغالبيتها نحو السندات إنما يعكس سياسة استثمارية قليلة المخاطر، ويضمن الحصول على عوائد ثابتة.

الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة: إذا نظرنا إلى صناديق الاستثمار في مصر نجد معظمها قد تم تأسيسه من قبل البنوك يليها شركات التأمين وهذا يعني توفر عامل الخبرة والوعي المالي لدى الجهات القائمة على إدارة الصندوق، فبنهاية عام ٢٠٠٧ بلغ عدد صناديق الاستثمار في مصر ٣٧ صندوق استثمار منها ٣٤ صندوقاً مفتوحاً قام بتأسيسه بنك، أو شركة تأمين، وذلك لتوافر الخبرة المالية، والوعي اللازمين في هذا المجال، وتقوم على إدارة هذه الصناديق ١١ شركة إدارة.

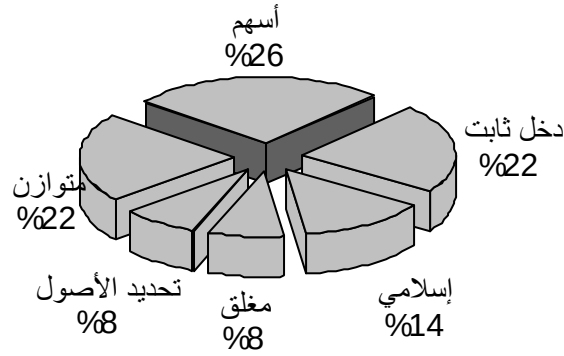
الملاءمة والمرونة: كما ذكرنا سابقاً ففي نهاية عام ٢٠٠٧ بلغ عدد صناديق الاستثمار في مصر ٣٧ صندوقاً تتوزع بين أنواع متعددة من الصناديق لمتلائم رغبات المستثمرين، فالمستثمر القادر على تحمل مخاطرة أكبر، ويأمل بتعظيم القيمة السوقية لمقتنياته يتجه نحو صناديق النمو الرأسمالي، في حين أن المستثمر المحافظ ينجأ لصناديق الدخل الثابت، والجدول التالي يوضح الأنواع المختلفة من صناديق الاستثمار العاملة في السوق المصرية في نهاية عام ٢٠٠٧ :

الجدول رقم (٦) أنواع صناديق الاستثمار العاملة في مصر

نوع الصندوق	مفتوح					مغلق
	متوازن	أسهم	دخل ثابت	إسلامي	تحديد الأصول ^١	
العدد	٨	١٠	٨	٥	٣	٣

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات مأخوذة من الكتاب السنوي للبورصة المصرية عام ٢٠٠٨

الشكل رقم (٣) الأنواع المختلفة من صناديق الاستثمار



^١ صناديق تحديد الأصول: هي صناديق استثمار مفتوحة تعتمد إستراتيجيتها الاستثمارية على استثمار أموال الصندوق في الأنواع المختلفة من الأصول المالية، مثل الأسهم، السندات، أموال سائلة، معادن ثمينة، وذلك بهدف تعظيم عوائد حملة وثائق الاستثمار وتقليل المخاطر، وتتميز هذا الصناديق بأنها توزع أموالها على مختلف الأصول بنسب وحصص معينة، وتبقى هذه النسب والحصص ثابتة عبر الزمن. وهي بذلك تختلف عن الصناديق الأخرى التي تتغير استثماراتها تبعاً للتغيرات في الاقتصاد الوطني. (التعريف من إعداد الباحث بالاعتماد على مجموعة من التعريفات الأجنبية)

9/7/2009.< http://en.wikipedia.org/wiki/Asset_allocation
> 9/7/2009.< <http://www.investopedia.com/terms/a/assetallocation.asp>

إضافة للمزايا السابقة التي تتمتع بها صناديق الاستثمار فإنه لكل صندوق مزايا خاصة تميّزه عن غيره وهذه المزايا تتعلق برسوم الاكتتاب، والاسترداد، والحد الأدنى لعدد الوثائق المسموح الاكتتاب بها وبعض الإجراءات الأخرى فعلى سبيل المثال يتميز صندوق أكريدي أكريكول الثالث بالخواص التالية :

- لا رسوم اكتتاب أو استرداد
- يهدف إلى تحقيق عائد أعلى مقارنة بالودائع المصرفية قصيرة الأجل، من خلال فائدة يومية ، على أن توزع القيمة التراكمية الزائدة عن القيمة الاسمية في نهاية كانون أول من كل عام.

- حد أدنى للاكتتاب ١٠ وثائق استثمار.
- الحد الأدنى للاحتفاظ بوثائق الاستثمار لا يقل عن ١٠ وثائق.
- مخاطر استثمارية منخفضة للغاية نتيجة لعدم الاستثمار في الأسهم.
- سيولة فورية للمستثمرين من خلال الاكتتاب والاسترداد اليومي.
- مرونة عالية جداً للاستثمار في الصندوق في أي عدد من الأيام حسب اختيارك واسترداد يومي دون إخطار مسبق للبنك.

- يلزم وجود حساب لدى كريددي أكريكول مصر.
- حفظ مجاني لوثائق الاستثمار المشتراة (خدمة اختيارية للعميل).
- إدارة محترفة من خلال مجموعة هيبرمس لإدارة صناديق الاستثمار.

ويرى الباحث أنّ المزايا الخاصة التي يتمتع بها كل من صندوق من الصناديق العاملة في مصر إنما تمثل مجال التنافس بين الصناديق ، فيحاول صندوق الاستثمار من خلالها تقديم التسهيلات ، والمزايا التي تُغري المستثمرين بالتوجه لهذا الصندوق دون غيره.

الجدول رقم (٧) صناديق الاستثمار العاملة في مصر.

النوع	اسم الصندوق	مدير الصندوق	الهدف	تاريخ بدء النشاط	الحجم (مليون جنيه)	القيمة الاسمية (جنيه)
الصناديق المفتوحة - المتوازنة	البنك الأهلي المصري - الأول	الأهلي لإدارة الصناديق	نمو رأسمالي	أيلول ٩٤	200	10
	بنك مصر - الأول	كونكورد للاستثمارات العالمية	عائد	شباط ٩٥	500	100
	البنك الأهلي المصري - الثاني	الأهلي لإدارة الصناديق	عائد	تشرين أول ٩٥	300	100
	البنك المصري لتنمية الصادرات (الخبير)	القاهرة لإدارة صناديق الاستثمار	عائد	تشرين أول ٩٦	100	100
	بنك قناة السويس	اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	عائد - نمو	كانون أول ٩٦	100	500
	البنك الأهلي المصري - الثالث	اتش سي للأوراق المالية والاستثمار		آب ٠٥	200	100
	البنك الوطني المصري	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار		آب ٠٦	135	100
	البنك الأهلي المصري - الخامس	القاهرة لإدارة صناديق الاستثمار		أيار ٠٧	100	10
الصناديق المفتوحة - الأسهم	بنك كريدي أكريكول مصر - الأول	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	نمو رأسمالي	تشرين أول ٩٤	300	100
	بنك الإسكندرية - الأول	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	نمو رأسمالي	تشرين ثاني ٩٤	200	100
	بنك مصر - الثاني	كونكورد للاستثمارات العالمية	نمو رأسمالي	أيلول ٩٥	300	66.67
	بنك القاهرة	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	نمو رأسمالي	تشرين ثاني ٩٥	200	10
	بنك كريدي أكريكول مصر - الثاني	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	عائد - نمو	نيسان ٩٧	300	100
	البنك المصري الخليجي	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	عائد - نمو	أيار ٩٧	100	100
	بنك مصر - الثالث	اتي سي للأوراق المالية والاستثمار	عائد - نمو	كانون أول ٩٧	138.97	100
	صندوق استثمار شيلد	كونكورد للاستثمارات العالمية	نمو رأسمالي	شباط ٩٨	280	50
	بنك مصر إيران للتنمية - الأول	اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	عائد - نمو	آب ٩٨	100	100
	البنك التجاري الدولي - الثاني (استثمار)	سي أي استس مانجمنت		نيسان ٠٦	600	100
	بنك بيريس مصر - الأول	فونيكس كاتو استس مانجمنت		نيسان ٠٨	100	100
	صندوق الراج	برايم انفستمنت لإدارة صناديق الاستثمار	عائد	شباط ٩٩	50	100
الصناديق المفتوحة - الدخل الثابت	بنك كريدي أكريكول مصر - الثالث	المجموعة المصرية لإدارة صناديق الاستثمار	عائد	حزيران ٩٩	150	1000
	البنك التجاري الدولي - الأول (أصول)	سي أي استس مانجمنت	عائد	نيسان ٠٥	1000	100
	بنك مصر إيران للتنمية - الثاني	اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	عائد	تموز ٠٥	500	1000
	بنك الإسكندرية - الثاني	المجموعة المصرية لإدارة صناديق الاستثمار	عائد	أيار ٠٦	200	10
	البنك الأهلي المصري - الرابع	الأهلي لإدارة الصناديق	عائد	حزيران ٠٦	145	100
	البنك الأهلي سوسيته جنرال (ثمار)	المجموعة المصرية لإدارة صناديق الاستثمار	عائد	تشرين أول ٠٦	100	100
	البنك المصري لتنمية الصادرات -	ايه بي أمرو دلتا لإدارة صناديق	عائد	تشرين ثاني	100	100

		٠٦		الاستثمار	الثاني	
100	50	كانون أول ٠٤	عائد	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	بنك فيصل الإسلامي المصري	الصناديق الفتوحة - الإسلامية
100	50	أيار ٠٦		هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	بنك التمويل المصري السعودي	
100	100	تشرين أول ٠٦	عائد	سي أي استس مانجمنت	بنك فيصل الإسلامي المصري البنك التجاري الدولي (الأمان)	
100	200	تشرين أول ٠٦		اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	بنك مصر - الرابع	
100	100	شباط ٠٧	عائد	برايم انفستمنت لإدارة صناديق الاستثمار	صندوق سنابل	
1000	50	شباط ٩٧	نمو رأسمالي	الشركة المصرية للاستثمار والأعمال المالية	اورينت تراست	الصناديق المغلقة
1000	35	حزيران ٩٩	نمو رأسمالي	الأهلي للتنمية والاستثمار	مصر لصندوق الاستثمار المباشر	
1000	70	شباط ٢٠٠٠	عائد	برايم انفستمنت لإدارة صناديق الاستثمار	العقاري العربي المباشر	
500	100	أب ٩٥	نمو رأسمالي	برايم انفستمنت لإدارة صناديق الاستثمار	المجموعة العربية المصرية للتأمين	صناديق تحديد الأصول
100	100	حزيران ٩٦	نمو رأسمالي	برايم انفستمنت لإدارة صناديق الاستثمار	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الأول	
100	200	تشرين أول ٩٧	عائد - نمو	برايم انفستمنت لإدارة صناديق الاستثمار	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الثاني	

الجدول من إعداد الباحث

الفصل الثاني - المبحث الثالث

إدارة صناديق الاستثمار في مصر.

مدير الاستثمار ليس شخصاً يتولى مهام الإدارة، وإنما هو جهة تتولى مهام الإدارة وتتمتع هذه الجهة بالخبرة اللازمة، ويُطلق عليها اسم مدير الاستثمار.

الشروط الواجب توافرها في مدير الاستثمار:

يجب على الصندوق أن يعهد بإدارة نشاطه كله إلى جهة ذات خبرة في إدارة صناديق الاستثمار، ويُطلق على هذه الجهة اسم (مدير الاستثمار)^١.

يشترط في مدير الاستثمار ما يلي^٢:

١. أن يكون شركة مساهمة مصرية لا يقل المدفوع نقداً من رأسمالها عن مليون جنيه، أو جهة أجنبية متخصصة وفقاً لما يحدده مجلس إدارة الهيئة.
٢. أن تتوفر في القائمين على مباداة النشاط والمسؤولين عنه الخبرة، والكفاءة اللازمين لإدارة نشاط صناديق الاستثمار.

٣. ألا يكون قد سبق لأعضاء مجلس إدارة الشركة ومديريها والعاملين لديها، أو المدير ممثل مدير الاستثمار الأجنبي وأعضاء الجهاز العامل لديه، فصلهم تأديبياً من الخدمة، أو منعهم تأديبياً من مزاولة مهنة السمسرة، أو أية مهنة حرة، أو حُكم عليهم بعقوبة جنائية، أو جنحة في جريمة ماسة بالشرف، أو الأمانة، أو بعقوبة مقيدة للحرية في إحدى الجرائم المنصوص عليها في قوانين الشركات، أو التجارة، أو سوق رأس المال، أو حكم بإشهار إفلاسه. ويرى الباحث أن هذا الشرط يهدف إلى ضمان نظافة مدير الاستثمار والعاملين معه.
٤. أداء تأمين يحدد قيمته والقواعد والإجراءات المنظمة للخصم منه واستكمال وإدارة

حصيلته، وكيفية رده وذلك بقرار من مجلس إدارة الهيئة.

الأعمال المحظورة على مدير الاستثمار:

يُحظر على مدير الاستثمار القيام بالعمليات الآتية^٣:

^١ اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم 95 لعام ١٩٩٢ المادة رقم ١٦٣.

^٢ المرجع السابق المادة رقم ١٦٤.

^٣ اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ المادة رقم ١٦٩.

١. جميع الأعمال المحظورة على الصندوق الذي يُدير نشاطه.
٢. استخدام أموال الصندوق في تأسيس شركات جديدة، أو شراء أوراق مالية لشركات تحت التصفية، أو في حالة إفلاس.
٣. الحصول له، أو لمديره، أو للعاملين لديه على مكسب، أو ميزة من العمليات التي يجريها.
٤. أن تكون له مصلحة من أي نوع مع الشركات التي يتعامل على أوراقها المالية لحساب الصندوق الذي يديره.
٥. أن يشتري المدير، أو العاملون لديه وثائق استثمار للصناديق التي يدير نشاطها.
٦. أن يقترض من الآخر ما لم يسمح له عقد الإدارة بذلك، وفي الحدود المقررة بالعقد.
٧. أن يشتري أوراقاً مالية غير مقيدة ببورصة الأوراق المالية في مصر، وذلك فيما عدا الأوراق المالية الحكومية، والأوراق المالية لشركات قطاع الأعمال العام، وأن يشتري أوراقاً مالية غير مقيدة في بورصة بالخارج، أو مقيدة في بورصة غير خاضعة لإشراف سلطة رقابية حكومية بالخارج.
٨. إذاعة، أو نشر بيانات، أو معلومات غير صحيحة، أو غير كاملة، أو حجب معلومات، أو بيانات هامة.
٩. إجراء، أو اختلاق عمليات بهدف زيادة عمولات السمسرة، أو غير ذلك من المصروفات والأتعاب.
- كما يجب على مدير الاستثمار أن يحتفظ بحسابات مستقلة لكل صندوق يتولى إدارة نشاطه، وأن يُمسك المدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة نشاطه، بالإضافة إلى المدفاتر والسجلات التي تُحددها الهيئة، وعليه أن يزود الهيئة بالمستندات، والبيانات التي تطلبها.
- يجب على مدير الاستثمار أن يبذل في إدارته لأموال الصندوق عناية الرجل الحريص، وأن يعمل على حماية مصالح الصندوق في كل تصرف، أو إجراء بما في ذلك ما يلزم من تحوط لأخطار السوق، وتنويع أوجه الاستثمار، وتجنب تضارب المصالح بين حملة الوثائق.

والمساهمين في الصندوق، والمتعاملين معه. ويُعدُّ باطلاً كل شرط يعفي مدير الاستثمار من المسؤولية أو يخفف منها.

السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار:

تُعدُّ السياسة الاستثمارية بالنسبة للصندوق دليل عمله في الفترة القادمة من أجل تحقيق الهدف الذي أنشئ الصندوق من أجله، وتُعبّر عن شكل استثمار أموال المساهمين في الصندوق وكيفية، وتوزيعها بين الأوراق المالية المختلفة، وتُعدُّ السياسة الاستثمارية الأساس في تحديد عملاء البنك المرتقبين.

عناصر السياسة الاستثمارية:

تتركز السياسة الاستثمارية على العناصر الآتية:

١. تحديد أهداف الاستثمار، أي كيفية استثمار الأموال في الأصول التي تحقق أهداف حملة وثائق الاستثمار المتمثلة في معدل عائد معين.
 ٢. اختيار أنواع الأصول المالية التي سيتم الاستثمار فيها، ومدير محفظة الأوراق المالية الذي يعمل على تعظيم العائد، وتخفيض المخاطر.
 ٣. تحديد الإرشادات والقيود الاستثمارية التي تتعلق بنسب كل نوع من الأوراق المالية في مزيج الصندوق طبقاً لأهداف الصندوق وللقواعد القانونية.
 ٤. التحديد الدقيق لمجالات العمل التي يُفوض فيها المديرين، ودرجة التفويض المسموح بها.
 ٥. وضع معايير لتقييم أداء المحفظة مع تحديد الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه سواء للمحفظة ككل، أو لكل نوع من الأصول على حدة.
 ٦. وضع الإجراءات التشغيلية التي تتعلق بتنفيذ مختلف الأنشطة الاستثمارية وتنفيذها سواء بداخل الصندوق، أو مع الأطراف الخارجية التي يتعامل معها، وضرورة تفويض مدير الاستثمار بشأن هذه الإجراءات طالما التزم بإرشادات السياسة الاستثمارية.
- وعند إعداد السياسة الاستثمارية يأخذ مدير الاستثمار في الاعتبار النواحي

التالية:

- مستوى المخاطر المقبول، واحتمال تبدلها عبر الزمن.
- تكلفة شراء الأوراق المالية.
- التنوع بين الأنواع المختلفة من الأوراق المالية و بين القطاعات المختلفة، بهدف اختيار الأوراق المالية، والقطاعات الأنسب، والتي تتلاءم مع أهداف الصندوق.
- الاستفادة من تحليل البيانات الاقتصادية بهدف اتخاذ القرار الاستثماري الأنسب من ناحية التوقيت، وحجم الاستثمار.
- دراسة البدائل الاستثمارية المتاحة، واختيار البديل الأفضل الذي يحقق العائد الأعلى.

وتتنوع السياسات الاستثمارية^١ للصناديق بين الأنواع التالية:

١. السياسة المتحفظة تجاه المخاطر **Conservative Policy** : حيث يركز الصندوق بموجبها على عوامل الأمان والاستقرار، والتحفظ تجاه المخاطر، وهو ما يدفع مدير الاستثمار نحو الاستثمار في السندات وأذون الخزانة.

٢. السياسة الهجومية **Aggressive Policy** : وتركز على تحقيق أرباح نتيجة لحدوث تقلبات في أسعار الأوراق المالية، وفيها يركز الصندوق على الأسهم العادية ذات الأسعار المنخفضة المتوقع ارتفاع قيمتها السوقية بعد فترة، حيث يتم شراء أسهم عادية بأسعار منخفضة، والاحتفاظ بها لفترة من الزمن، وبيعها عندما ترتفع الأسعار، والصندوق لا يبحث عن التوزيعات الدورية لهذه الأوراق بقدر ما يبحث عن المكاسب الرأسمالية المتوقعة، وتحمل هذه السياسة قدراً كبيراً من المخاطر، وقد يكون مدير الاستثمار مخطئاً في توقعاته المستقبلية^٢.

٣. السياسة المتوازنة **Balanced policy** : وفيها يُفضل الصندوق الاستثمار في خليط متوازن من الأسهم والسندات، وتقوم هذه السياسة على الجمع بين عنصر الأمان وتحقيق عوائد دورية وتحقيق مكاسب رأسمالية، ومن الطبيعي أنه من أجل ذلك تتوزع

^١ الطيبي، السيد. ١٩٩٧. تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر (دراسة نظرية وتطبيقية). ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل. تقييم صناديق الاستثمار في مصر. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. جامعة الأزهر. الجزء الأول، المحور الثاني. القاهرة ص ١٠٦.

^٢ صقر، عطية عبد الحليم. ١٩٩٧. الإطار القانوني لصناديق الاستثمار. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل. الإطار القانوني لصناديق الاستثمار. مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي. جامعة الأزهر. الجزء الثاني، المحور الخامس. القاهرة ص ٢٢٠.

أموال الصندوق بين الأسهم العادية، والسندات والأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

وبالنظر للسياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار المصرية نجد أنها تتضمن بعض أو كل النقاط التالية^١:

- هدف الصندوق من ناحية تعظيم ثروة الملاك، وتنمية رأس المال، أو توزيع عوائد دورية على حملة الوثائق.
- نسبة السيولة الحاضرة في الصندوق.
- نسبة الأسهم والسندات التي سيستثمر فيها الصندوق.
- المخاطر المتوقعة.
- العوائد المتوقعة خلال الفترات الزمنية للاستثمار.
- كيفية التحوط من الخسائر المتوقعة.
- نوعية العملة التي يرغب العملاء بالاستثمار بها.

وللتعرف أكثر نستعرض السياسات الاستثمارية لعدد من صناديق الاستثمار المصرية:

صندوق استثمار كريدي كول الثالث: يتبع الصندوق سياسة استثمارية تستهدف المحافظة على أموال الصندوق بصورة سائلة قدر الإمكان، مع تعظيم العائد على الأموال المستثمرة، ومراعاة تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال سياسة مقبولة لتوزيع الاستثمارات على القطاعات المختلفة.

صندوق بنك مصر للسيولة بالدولار: تعظيم العائد على الأموال المستثمرة مع المحافظة على هذه الأموال بصورة يمكن تسيلها بسهولة، ومراعاة تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال سياسة مقبولة لتوزيع الاستثمارات على قطاعات ومجالات الاستثمار المختلفة، ولتعظيم العائد والتحوط من بعض مخاطر الاستثمار يمكن الاستثمار في بعض الخيارات، والمستندات، والمستقبلات؛ التي من شأنها المحافظة على العوائد المحققة، وليس المضاربة على توجهات السوق.

^١ قام الباحث بإعداد النقاط الخاصة بالسياسة الاستثمارية وذلك بعد اطلاعه على السياسة الاستثمارية لعدد من صناديق الاستثمار المصرية.

صندوق استثمار بنك مصر النقدي ذو العائد الدوري: يتبع الصندوق سياسة استثمارية تهدف إلى تعظيم العائد على الأموال المستثمرة مع المحافظة على هذه الأموال في الصندوق بصورة يمكن تسيلها بسهولة، ومراعاة تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال سياسة مقبولة لتوزيع الاستثمارات على قطاعات، ومجالات الاستثمار المختلفة.

صندوق استثمار بنك فيصل الإسلامي المصري (صندوق الأمان) : يتبع الصندوق سياسات تهدف إلى المحافظة على الأموال المستثمرة، وتقليل حجم المخاطر عن طريق سياسة تنويع الاستثمارات، والاختيار الجيد للأسهم، وصكوك التمويل، هذا ويلتزم مدير الاستثمار بالشروط الاستثمارية التي وردت في قانون سوق المال، كما يلتزم بالاستثمار في الشركات الصناعية، والإنتاجية، والخدمات الحيوية؛ التي تتفق أنشطتها مع أحكام الشريعة الإسلامية وتقرها هيئة الرقابة الشرعية بالبنك.

دور البنوك في نمو صناديق الاستثمار في مصر وإدارتها:

الواقع أن دور البنوك في نشاط صناديق الاستثمار هو دور مستحدث وفقاً لقانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 وهو دور حدده هذا القانون ولائحته التنفيذية، ومما لا شك فيه أن ظهور أدوات استثمارية جديدة يفرض على البنوك تحديات جديدة تتعلق بالتعامل بهذه الأدوات الجديدة، ويتيح لها ذلك تحقيق مكاسب أفضل، ويوفر لها طرق أفضل لإدارة المخاطر، الأمر الذي يقوي مركزها التنافسي في السوق تجاه البنوك الأخرى. وصناديق الاستثمار تمثل تحدياً مهماً أمام البنوك، ويتمثل هذا التحدي بتأسيس هذه الصناديق، وتحديد أهدافها، والغرض من إنشائها، وإدارتها، وتسويق منتجاتها. وهذا يعني تجهيز الكادر المناسب، وتوفير السيولة الكافية للإيفاء بمتطلبات إقامة الصندوق، وكذلك فإن عمل البنك لا يقتصر على إنشاء الصندوق، وإنما يتطلب منه الاحتفاظ بالأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أموالاً فيها. بمعنى أن صناديق الاستثمار ملتزمة بأن تحتفظ بالأوراق المالية التي تستثمر فيها لدى أحد البنوك، وذلك وفقاً لأحكام قانون سوق رأس المال.

كما أن دور البنوك في نشاط صناديق الاستثمار قد يفيد البنوك ذاتها، وذلك من ناحية أن الصناديق يمكن أن تكون خياراً مقبولاً لدى الكثير من مودعي البنك، وذلك لتوظيف ودائعهم في شراء وثائق الصناديق من أجل البعد عن شبهة الربا.

مما لا شك فيه أن قيام البنك بهذا الدور سيؤدي لتحقيق البنك لموقع متميز في السوق، وهذا يحتاج إلى رؤية، وتخطيط، ويستلزم أن يأخذ البنك القواعد الآتية بعين الاعتبار:

١. دراسة السوق بهدف الوصول إلى العملاء الذين لم يحصلوا على خدمة صناديق الاستثمار، وتشجيعهم على الاستثمار فيها.

٢. الاستفادة من السمعة الحسنة للبنك والتي تشكل عامل وميزة جذب تدفع العملاء نحوه.

٣. نظراً للوفورات التي تتحقق من العمليات بأحجام كبيرة؛ فإنه من المهم التركيز على الوصول إلى عملاء البنك الكبار، وإقناعهم بالانضمام إلى عملاء الصندوق.

٤. عدم إغفال دور البنك في تقديم النصائح والمشورة والاستشارة إلى عملاء البنك والمستثمرين في الصناديق لما لها من أهمية في ترسيخ ثقة العملاء بالصندوق.

٥. سرعة الاستجابة وفي الوقت المناسب لرغبات العملاء وتزويدهم بما يحتاجون إليه من معلومات، وعدم ادخار الجهد والإمكانات التكنولوجية لذلك.

٦. تعزيز الروابط والعلاقات الجيدة مع القائمين على تقديم الخدمات لصناديق الاستثمار لضمان عدم انقطاع هذه الخدمات عن الصندوق^١.

ولاشك أن أهمية البنوك في تأسيس صناديق الاستثمار في مصر تزداد إذا ما علمنا أنه في نهاية عام ٢٠٠٧ بلغ عدد صناديق الاستثمار في مصر ٣٧ صندوقاً استثمار منها ٣٤ صندوقاً مفتوحاً قام بتأسيسه بنك، أو شركة تأمين؛ أي أن القسم الأعظم من صناديق الاستثمار في مصر قامت بتأسيسها البنوك، وشركات التأمين.

مثال عملي لصندوق استثمار في بنك:

صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الأول

١. قاسم، منى. ١٩٩٥. صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين. الدار المصرية اللبنانية. القاهرة. ص ١٢٣.

يُعدُّ صندوق استثمار البنك الأهلي المصري أول صندوق تمّ تأسيسه في مصر وذلك في شهر أيلول من عام ١٩٩٤.

تعريف الصندوق: يُقصد بالصندوق "صندوق استثمار البنك الأهلي المصري" ويُعرّف فيما بعد "بالصندوق" وهو نشاط للاستثمار الجماعي أنشأه البنك الأهلي المصري ويُعرّف فيما بعد "بالبنك" وذلك وفقاً لأحكام قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية وبموجب موافقة البنك المركزي المصري المؤرخة ١٩٩٣/٧/١٤ وموافقة الهيئة العامة لسوق المال الصادرة بتاريخ ١٩٩٣/١٢/٢٦ لمباشرة هذا النشاط^١.

هدف الصندوق: الهدف من الصندوق هو الاستثمار في محفظة متنوعة من الأوراق المالية من أسهم وسندات، وأذونات خزانة محلية وعالمية تُدار بمعرفة خبراء متخصصين.

مدة الصندوق: حددت مدة هذا الصندوق بخمسة وعشرين عاماً تبدأ من تاريخ الترخيص للصندوق.

نشاط الصندوق: صندوق مفتوح - متوازن.

عدد الوثائق المصدرة: ٢٠٠٠٠٠ وثيقة.

وثائق الصندوق: يُصدر الصندوق وثائق من فئة ١ - ٥ - ١٠ - ٢٥ - ٥٠ - ١٠٠ - ١٠٠٠ وثيقة.

الحد الأدنى للاشتراك: وثيقة واحدة.

السياسة الاستثمارية: يتبع الصندوق سياسات تستهدف المحافظة على أموال المكتتبين، وتعيمها، وتقليل المخاطر بشتى الوسائل، وذلك بالالتزام بالشروط الاستثمارية التي وردت في قانون سوق رأس المال. وأن يتم اختيار الأوراق المالية المستهدف شراؤها من واقع قائمة الأوراق المالية التي تُعد بناءً على دراسات دقيقة لأوضاع هذه الأوراق. ويجوز أن تتضمن هذه القائمة أوراقاً مالية مملوكة للبنك الأهلي المصري على أن يتم الإعلان عن الجهة مصدرة هذه الأوراق وعلى أن يتم ذلك بالقيمة المعادلة لتلك الأوراق وفقاً لما يقر بصحته مراقبا حسابات البنك، ويكون الشراء على أساس سعر السوق طبقاً لآخر إقفال معلن

^١ نشرة الاكتتاب في صندوق استثمار البنك الأهلي المصري (الأول).

في نشرة البورصة عند تاريخ الشراء، أو طبقاً لما يقرره مراقب حسابات الصندوق للأوراق المالية غير المدرجة في البورصة، وغير المحظور شرائها على الذوا الموارد با لمادة ١٦٩ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢. وكذلك يجب أن يتم شراء، أو بيع الأوراق المالية من خلال السماسرة المعتمدين للصندوق.

الاكتتاب في وثائق الاستثمار: حق الاكتتاب في وثائق الاستثمار مكفول للمصريين والأجانب أشخاصاً طبيعيين، أو معنويين بالشروط الواردة في نشرة الاكتتاب ويجب على المكتتب أن يقوم بالوفاء بقيمة الوثيقة فوراً.

القيمة الاستردادية لوثيقة:

١. يمكن للمكتتب أن يسترد قيمة جميع أو بعض الوثائق التي اكتتب بها لدى تقديمها خلال مواعيد العمل الرسمية إلى فروع البنك، ومكاتبه، ومراسليه المفوضين لهذا الغرض.

٢. تتحدد قيمة الاسترداد على أساس نصيب الوثيقة في صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية آخر يوم عمل مصرفي من الأسبوع السابق على تقديم الوثيقة للاسترداد.

القيمة البيعية التي تصدر بها الوثائق بدلاً عن الوثائق المستردة: تتحدد القيمة البيعية التي تصدر بها الوثائق بدلاً عن الوثائق المستردة على أساس نصيب الوثيقة من صافي قيمة أصول الصندوق وفي نهاية آخر يوم عمل مصرفي من الأسبوع السابق.

أرباح الصندوق: مع عدم الإخلال بحق المكتتب في استرداد الوثائق لا توجد أرباح دورية، ويقتصر حق صاحب الوثيقة في الأرباح كصندوق نمو على نصيبه في صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية مدة الصندوق.

اعتبارات اختيار المستثمر لصندوق الاستثمار:

هناك معايير CRITERIA مختلفة من الممكن أن يستخدمها أي مستثمر لاختيار الصندوق الأكثر ملاءمة لظروفه، نورد فيما يلي أهمها:

١- حاجة المستثمر للدخل المنتظم REGULAR INCOME NEEDS .

- ٢- حاجة المستثمر للسيولة LIQUIDITY REQUIREMENTS .
- ٣- درجة المجازفة المقبولة للمستثمر ACCEPTED RISK LEVEL .
- ٤- فترة الاستثمار المرتقبة EXPECTED HOLDING PERIOD .
- ٥- اعتبارات ضريبية TAX CONSIDERATION .
- ٦- تكاليف الانضمام للصندوق المراد الاستثمار فيه SALES OR REDEMPTION .
- CHARGES .

سنبحث فيما يلي كل معيار من هذا المعايير على حدة.

أولاً: حاجة المستثمر للدخل المنتظم REGULAR INCOME NEEDS .

يختلف المستثمرون من ناحية أهدافهم الاستثمارية فمنهم من يستثمر بغرض تعظيم القيمة الرأسمالية لأصوله وهؤلاء المستثمرين لا ينصب اهتمامهم بالدرجة الأولى على العائد الذي توزعه صناديق الاستثمار، في حين أن جانباً آخر من المستثمرين يعتمدون على الأصول المالية التي يمتلكونها في تغطية نفقاتهم المعيشية أو لتغطية مصاريف منتظمة معينة، وهؤلاء يتجهون نحو صناديق الاستثمار التي تتميز بتوزيع عائد دوري على حملة الوثائق، كما هو الحال في صندوق استثمار بنك كريدي أكريكول-مصر- الأول الذي يوزع عوائد دورية كل ستة أشهر.

وينبغي الإشارة هنا إلى أن عمر المستثمر يلعب دوراً في توجهاته الاستثمارية، وفي اختياره لصندوق الاستثمار، فالمستثمر الشاب الذي يُمارس عملاً معيناً يدرّ عليه الدخل اللازم، لا يحتاج عادةً إلى دخل إضافي، الأمر الذي يمكنه من الاستثمار في صندوق من صناديق الاستثمار المجازفة AGGRESSIVE FUND والتي تتميز عادةً بقلّة، أو انعدام الدخل لأنها لا توزع أي ربح. في حين يحتاج المستثمر الذي بلغ سن التقاعد لدخل شهري محدد ومنتظم، يدعم به ما يتلقاه من صندوق التقاعد، لذا يضطر المستثمر المسن لاختيار صندوق مشترك يحقق له هذا الدخل اللازم، كصندوق استثمار في أسهم دخل INCOME STOKS، أو صندوق استثمار في سندات، تتميز بدخل نسبي مرتفع.

يُستنتج مما قلناه أعلاه بأن عمر المستثمر يلعب دوراً مهماً عند اختيار المستثمر لصندوق استثمار، وينعكس بقوة على نوعية الصندوق المختار، ويمكننا القول: إنّه كلما ازداد عمر المستثمر، أصبح ميالاً للاستثمارات القليلة المخاطر نسبياً، والتي تؤمن له دخلاً معيناً ومنتظماً^١.

ثانياً: حاجة المستثمر للسيولة LIQUIDITY REQUIREMENTS

تبرز مشكلة السيولة أمام المستثمر عند اتخاذ القرار الاستثماري، على اعتبار أن حاجة المستثمر للسيولة تظهر فجأةً، وهنا يتوجب على المستثمر تحويل أصوله المالية إلى سائلة بأسرع وقت (تبعاً لحاجته)، الأمر الذي ينجم عنه فقدان قسم من قيمة الأصل، وفي هذه الحالة يجب على المستثمر التوجه نحو الصناديق ذات السيولة العالية، والتي تضمن له - بسبب نوعية الاستثمارات التي تنفذها - المحافظة على رأس المال، وتمكّنه في أي وقت من سحب كامل المبلغ، أو جزء كبير منه، خلال مدة قصيرة لا تزيد عن أيام معدودات. وهذا ما نجده في العديد من صناديق الاستثمار في مصر حيث إنّ الاسترداد يكون يومي، أو أسبوعي.

ثالثاً: درجة المجازفة المقبولة للمستثمر ACCEPTED RISK LEVEL

تختلف المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية، إلا أنها بمجملها تنقسم لنوعين رئيسيين هما المخاطر العامة، والمخاطر الخاصة. ومهما كانت وسيلة الاستثمار آمنة فإنها تتعرض لدرجة معينة من المخاطر، حتى حساب الوديعة DEPOST ACCOOUNT يتسم بدرجة من الخطورة، فإذا ارتفع مستوى التضخم INFLATION أكثر من معدل الفائدة يخسر المستثمر، بسبب تآكل قوة ماله الشرائية PURCHASING POWER، أضاف إلى ذلك الأخطار التي تتعرض لها أحياناً البنوك، وإنهيار بنك الاعتماد والتجارة في مطلع التسعينات أكبر دليل على ذلك. وتتميز المخاطر العامة بأنها تُصيب السوق بشكل عام فتتأثر بها أسعار معظم الأوراق المالية، وتظهر نتيجةً لأسباب اقتصادية، أو اجتماعية، أو

^١ يُنظر:

• حمادي، عبد الكريم. صناديق الاستثمار المشتركة. مصر، من ص ١١٩ إلى ص ١٤٢.

• ٢٠٠٩-٠٧-٢٣ http://en.wikipedia.org/wiki/Mutual_Funds wikipedia - Free Encyclopedia

سياسية في الدولة، أو في دول أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات وثيقة، ومن الأمثلة على ذلك التحولات الاقتصادية والسياسية التي حدثت في أوروبا الشرقية، أو تقلبات الأسعار الناجمة عن تغير سعر الفائدة. في حين أن المخاطر الخاصة تتعلق بظروف المذشأة، أو بظروف الصناعة التي تنتمي إليها. وهذا النوع من المخاطر يجب التركيز عليه كون المستثمر يستطيع التقليل منه^١.

رابعاً: فترة الاستثمار المرتقبة.

تُعتبر فترة الاستثمار عن الفترة التي يمكن للمستثمر أن يتخلى بها عن أمواله من أجل توظيفها في استثمار ما، ويحصل مقابل ذلك على عائد معين، وتنبع أهمية هذه الفترة من كونها تحدد مدى الاستثمار الملائم هل هو طويل، أو متوسط أو قصير الأجل، الأمر الذي يؤثر على العائد، والمخاطر المتوقعة. فكلما كانت مدة الاستثمار أطول ازدادت المخاطر و كان العائد غير مؤكد.

وعليه كلما طالت الفترة الزمنية للاستثمار، كان هناك إمكانية أكبر للمستثمر لتجنب الخسائر، وزادت فرصه لتحقيق الربح، حيث بإمكان المستثمر عندها أن ينتظر فترات ارتفاع الأسعار ليبيع أوراقه المالية ويحقق مكاسب رأسمالية، وبناءً على ذلك فإن هذا النوع من المستثمرين بإمكانه الاتجاه نحو صناديق الاستثمار المجازفة؛ التي تستثمر في أسهم الذمو، والتي تتميز بمستوى أعلى من المخاطر، وبإمكانية تحقيق مكاسب رأسمالية أفضل، كما هو صندوق استثمار التعمير الذي يهدف بشكل رئيسي إلى تنمية رأس المال.

في حين ليس من الآمن للمستثمر الذي لا يستطيع التخلي عن أمواله إلا لفترة سنة أو أكثر قليلاً أن يستثمر في صناديق النمو (المجازفة)؛ لأنه قد يفقد أمواله نتيجة لهبوط مفاجئ في الأسعار في ظل عدم قدرته على الانتظار لحين تحسن السوق وارتفاع الأسعار، لذلك فمن المستحسن لهذا المستثمر التوجه نحو الصناديق التي تستثمر في سندات قصيرة، أو متوسطة الأجل، كما هو صندوق استثمار بنك الإسكندرية الثاني الذي يتوجه نحو الشركات والأفراد الذين يرغبون في استثمار فائض أموالهم لمدة قصيرة الأجل. ويستثمر الصندوق أمواله في

^١ هندي، منير إبراهيم. ١٩٩٧. إدارة الأسواق والمنشآت المالية. منشأة المعارف. الإسكندرية. ص ١٧٧ إلى ١٧٨.

استثمارات سائلة قصيرة، مثل السندات، وأذون الخزانة، والودائع البنكية، وأي أوراق مالية أخرى^١.

خامساً: اعتبارات ضريبية.

قد تختلف في بعض الأنظمة الضريبية الضرائب المفروضة على المدخل، والضرائب المفروضة على الأرباح الرأسمالية، بالإضافة إلى ذلك فإنها تكون بذسب تصاعدية، وعليه يجب على المستثمر أن يتوجه نحو الاستثمار في الصناديق المتي تحقق له أقل حصلة ضريبة، فإذا كانت الضرائب على الأرباح أعلى من الضرائب على المدخل، يجب على المستثمر أن يتوجه نحو الصناديق ذات الدخل، والتي تتميز بتوزيعات دورية ثابتة، أما إذا كانت الضرائب على الأرباح منخفضة، فيجب على المستثمر هنا أن يتوجه نحو صناديق النمو، والتي تهدف بشكل رئيس إلى تنمية رأس المال.

سادساً: تكاليف الانضمام إلى الصندوق:

يوجد أنواع مختلفة من الرسوم FEES CHARGES قد يتعرض لها أي مستثمر لدى انضمامه إلى أي صندوق استثمار. والتي إما أن تُقتطع من المبلغ المستثمر مباشرة من البداية، أو أنها تُحسم مستقبلاً لدى بيع المستثمر لأسهمه في الصندوق.

وتختلف صناديق الاستثمار في مصر من ناحية الرسوم المفروضة وتتمثل الرسوم في

رسوم الإصدار والاسترداد

الجدول رقم (٨) مقارنة بين صناديق كبردي أكرىكول من ناحية رسوم الإصدار والاسترداد

الصندوق	رسوم إصدار	رسوم استرداد
---------	------------	--------------

^١ ترتيب، رابع. صناديق الاستثمار في ظل سياسة الخصخصة. كلية الحقوق. جامعة بني سويف. ص ١١٩.

كريدى أكرىكول مصر الأول	لا يوجد رسوم اكتتاب ولا رسوم إصدار	١,٠٪ رسوم استرداد
كريدى أكرىكول مصر الثاني	رسوم إصدار ٠,٥٪	٠,٧٥٪ رسوم استرداد محسوبا على أساس القيمة السوقية للوثيقة
كريدى أكرىكول مصر الثالث	لا يوجد رسوم اكتتاب ولا رسوم إصدار	لا رسوم استرداد

الجدول من إعداد الباحث

نلاحظ رغم أن هذه الصناديق تتبع البنك المؤسس نفسه إلا أنها تختلف من ناحية الرسوم، ويرى الباحث أن هذا الاختلاف إنما يعكس اختلافاً في السياسات الاستثمارية بين الأنواع الثلاثة من الصناديق، وعليه يجب على المستثمر أن يأخذ بعين الاعتبار تكاليف الانضمام، بالإضافة للعوائد المتوقعة، ومن ثم المقارنة بناءً على نتائج هذا المزيج. هذا ونود الإشارة إلى أن غالبية صناديق الاستثمار في أوروبا وآسيا هي ذات رسوم بيع تتراوح من (٣٪ إلى ٧٪)^١.

الفصل الثالث

^١ حمادي، عبد الكريم. صناديق الاستثمار المشتركة. مصر، ص. ١٣٨.

أثر صناديق الاستثمار على تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية (التجربة المصرية)

المبحث الأول: تقييم أداء صناديق الاستثمار العاملة في

مصر.

المبحث الثاني: دور صناديق الاستثمار في رفع معدل

الاستثمار في سوق الأوراق المالية في مصر.

المبحث الثالث: ضرورات وجود صناديق الاستثمار في

سورية.

تناول الباحث في الفصلين السابقين الجوانب النظرية المتعلقة بصناديق الاستثمار، ومن ثمّ تمّ التركيز على صناديق الاستثمار العاملة في مصر من ناحية أهميتها وأهدافها، وإدارتها، والجانب القانوني، والتنظيمي لها.

وفي هذا الفصل وتحديداً في المبحثين الأول والثاني سيتم التركيز على الإطار التطبيقي للدراسة، وذلك من ناحيتين:

❖ تقييم أداء صناديق الاستثمار العاملة في مصر.

❖ دور صناديق الاستثمار في رفع معدل الاستثمار في سوق الأوراق المالية في مصر.

الفصل الثالث . المبحث الأول

تقييم أداء صناديق الاستثمار العاملة في مصر

يهدف تقييم صناديق الاستثمار العاملة في مصر إلى التعرف على كفاءة هذه الصناديق وأدائها خلال فترة الدراسة والتي تمتد بين عامي ٢٠٠٣ - ٢٠٠٨ وتحديد العوا مل الأكثر تأثيراً على حسن قيامها بنشاطها.

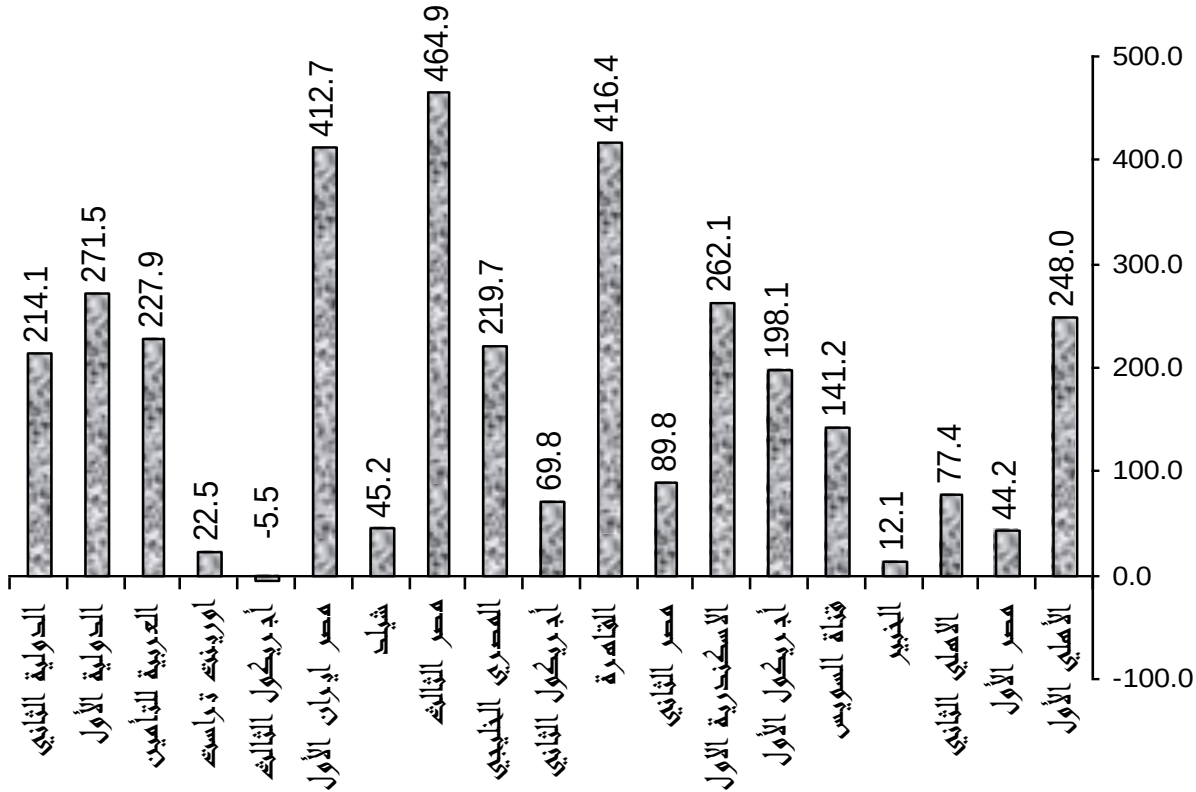
أولاً: تطور حجم صافي أصول الصناديق: تمتد فترة الدراسة لسنوات ست بين العام ٢٠٠٣ و ٢٠٠٨ .

الجدول رقم(٩) تطور حجم صافي أصول الصناديق

اسم الصندوق	صافي قيمة الأصول (جنيه)						معدل النمو
	نهاية 2003	نهاية 2004	نهاية 2005	نهاية 2006	نهاية 2007	أيار 2008	
البنك الأهلي المصري - الأول	14.41	21.13	34.75	36	49.69	50.14	248.0%
بنك مصر - الأول	84.31	83.27	106.64	104.08	115.76	121.56	44.2%
البنك الأهلي المصري - الثاني	60.86	70.42	91.8	86	105.77	107.97	77.4%
البنك المصري لتنمية الصادرات (الخبير)	110.76	158.3	267.81	290.72	124.63	124.2	12.1%
بنك قناة السويس	209.35	251.51	358.34	322.71	471.4	504.9	141.2%
بنك كريدي أكريكول مصر - الأول	124.19	180.56	269.61	311.24	401.22	370.23	198.1%
بنك الإسكندرية - الأول	137.08	214.49	366.77	421.35	555.46	496.33	262.1%
بنك مصر - الثاني	52.1	52.77	78.06	81.15	96.91	98.86	89.8%
بنك القاهرة	25.56	43.9	79.45	89.29	138.45	132	416.4%
بنك كريدي أكريكول مصر - الثاني	112.3	137.8	122.65	148.15	201.28	190.65	69.8%
البنك المصري الخليجي	131.12	191.59	315.82	330.6	480.65	419.13	219.7%
بنك مصر - الثالث	121.26	209.6	417.03	456.5	698.89	684.95	464.9%
صندوق استثمار شيلد	98.5	128.8	215.64	108.34	143.95	143.07	45.2%
بنك مصر إيران للتنمية - الأول	130.39	214.51	411.7	437.75	660.44	668.52	412.7%
بنك كريدي أكريكول مصر - الثالث	1094.07	1000.29	1104.33	1000.25	1087.48	1033.63	-5.5%
اورينت تراست	1124.94	1149.87	1232.98	1231.36	1328.81	1378.34	22.5%
المجموعة العربية المصرية للتأمين	353.18	405	716.77	760.06	1167.05	1158.05	227.9%
بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الأول	172.66	260	427.702	447.34	636.83	641.49	271.5%
بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الثاني	127.48	162	269.97	281.3	396.76	400.4	214.1%

المصدر: قام الباحث بإعداد الجدول وذلك بالاعتماد على بيانات مأخوذة من الكتاب السنوي للبورصة المصرية للأوراق المالية لمجموعة من السنوات وتم حساب معدل النمو من قبل الباحث وذلك بين نهاية ٢٠٠٣ وأيار ٢٠٠٨.

معدل نمو صافي قيمة الأصول لصناديق الاستثمار



الشكل رقم (٤) معدل نمو صافي قيمة الأصول لصناديق الاستثمار

يُعبّر صافي قيمة الأصل عن حصة الوثيقة من موجودات صندوق الاستثمار، أي الزيادة في قيمة الوثيقة عن القيمة الاسمية؛ أي الأرباح الرأسمالية التي حققتها الوثيقة، ومن هذه الناحية وبالنظر إلى الجدول السابق نلاحظ ما يلي:

- معظم الصناديق حققت معدل نمو جيد في قيمة الوثيقة خلال فترة الدراسة، وبعضها حقق معدلات عالية حيث إن ١١ صندوقاً منها زاد قيمة صافي أصولها بأكثر من الضعف، وتسعة منها زادت أكثر من الضعفين.

- الزيادة في معدلات نمو صافي قيمة الأصول يُعدُّ مؤشراً جيداً على الأقل من ناحية أن اللجوء إلى صناديق الاستثمار كبديل عن البنوك، إنما يُعدُّ خياراً مقبولاً، ومربحاً بدرجّة كبيرة إذ إنه من غير الممكن أن تحقق الودائع البنكية معدلات النمو السابقة نفسها.

- من بين الصناديق السابقة نجد أن صندوقاً وحيداً حقق معدل نمو سلبي خلال فترة الدراسة وهو صندوق كريدي أكريكول الثالث ويرى الباحث إن ذلك يعود إلى ضخامة حجم التوزيعات النقدية المتي يقوم بها الصندوق سنوياً؛ حيث بلغت هذه التوزيعات

١٠٤,٨٨ جنيه عام ٢٠٠٥ و ٨٣,٨ جنيه عام ٢٠٠٦ وذلك لكل وثيقة ، وقد يعود أيضاً إلى تغيير شركة الإدارة المسؤولة عن الصندوق وذلك ابتداءً من ٢٠٠٥/٦/٣٠ حيث تمّ إسناد إدارة الصندوق إلى المجموعة المصرية لإدارة صناديق الاستثمار بدلاً من شركة لازارد أسيت مانجمنت إيجبت. ومن ناحية ثانية إذا ما أخذنا معدل العائد بعين الاعتبار فإن الصندوق حقق عائداً إجمالياً منذ بدء النشاط يُقدر بـ ٨٦,٩٥٪.

• بالنسبة لمعدل النمو المرتفع الذي ميّز بعض الصناديق، والذي تجاوز ٤٠٪ بالنسبة لصندوق بنك مصر الثالث، و صندوق بنك القاهرة، و صندوق مصر إيران للتنمية الأول، فإنه يُرجّح أن يعود إلى كون هذه الصناديق هي صناديق (عائد - نمو) بالنسبة لصندوق مصر الثالث، ومصر إيران للتنمية، أما صندوق بنك القاهرة فهو صندوق نمو رأسمالي، وهي تتميز بضآلة حجم التوزيعات، وارتفاع مستمر في القيمة السوقية.

ثانياً: مقارنة بين الأنواع المختلفة من صناديق الاستثمار:

تهدف هذه الفقرة إلى مقارنة صناديق استثمار تتبع سياسات استثمارية مختلفة (نمو رأسمالي - عائد - عائد ونمو) و تنتمي إلى أنواع مختلفة من فئات صناديق الاستثمار (صناديق متوازنة - صناديق الأسهم - صناديق الدخل الثابت - الصناديق الإسلامية) وأيضاً الصناديق المغلقة، وذلك بهدف التعرف إلى نوع الصندوق الأنسب للمستثمر المصري، وأي منها تحقق له الفائدة الأعظم، وينبغي الانتباه إلى أنه من الضروري عند مقارنة الصناديق من هذا الجانب أن نأخذ بعين الاعتبار احتساب الأرباح الإيرادية، أي العوائد السنوية المتي تقوم إدارة الصندوق بتوزيعها على حملة الوثائق.

المقارنة الأولى هي بين صندوق بنك مصر الأول، و صندوق بنك مصر الثاني، و قد اختار الباحث هذين الصندوقين لأنهما ينتميان إلى نوعين مختلفين من فئات الصناديق، فصندوق بنك مصر الأول هو من الصناديق المتوازنة الذي يهدف لتحقيق عائد دوري، في حين أن صندوق بنك مصر الثاني يُعدّ من صناديق الأسهم، ويهدف إلى تحقيق نمو رأسمالي لقيمة وثائق الاستثمار، ومن ناحية أخرى فإن كلا الصندوقين تأسسا في السنة نفسها، وبالتالي فإن الظروف العامة التي تتعرض لها الأوراق المالية والتي تؤثر على أسعارها، هي

نفسها لكلا الصندوقين، ومن جهةٍ أخرى فإن كلا الصندوقين يتبع شركة الإدارة نفسها، ويتبعان البنك المنشئ نفسه.

الجدول رقم (١٠) مقارنة بين صندوق بنك مصر الأول والثاني

اسم الصندوق	مدير الصندوق	تاريخ بدء النشاط	القيمة الاسمية (جنيه)	الحجم (مليون جنيه)	صافي قيمة الأصل بالجنيه (أيار ٢٠٠٨)	التوزيعات النقدية منذ بدء النشاط وحتى (أيار ٢٠٠٨)	معدل العائد منذ بدء النشاط وحتى (أيار ٢٠٠٨)	العائد بدون احتساب التوزيعات
بنك مصر (الأول)	كونكوردي للاستثمارات	شباط ٩٥	100	500	121.56	100.3	121.86%	21.56%
بنك مصر (الثاني)	العالمية	أيلول ٩٥	66.67	300	98.86	55.15	131%	48.28%

المصدر: الجدول من إعداد الباحث (الأرقام من الكتاب السنوي للبورصة المصرية لمجموعة من السنوات)

من الجدول السابق نجد أن معدل العائد المحقق منذ بدء النشاط لكلا الصندوقين متقارب مع أفضلية صندوق بنك مصر الثاني (صندوق النمو الرأسمالي - الأسهم)؛ أي أنه مع الشروط نفسها والمؤثرات نفسها العامة فإن المستثمر المصري يحقق عائداً أفضل عند الاستثمار في صندوق أسهم، ولكن الباحث يرى، مع الأخذ بعين الاعتبار لمعدل التضخم، فإن الاستثمار في صندوق بنك مصر الأول هو الأفضل، على اعتبار أن القيم الحقيقية للأرباح التي يحصل عليها المستثمر سواء كانت أرباحاً رأسمالية أو إيرادية، نحصل عليها من خلال خصم الأرباح المتحققة بمعدل التضخم، وبالتالي يرى الباحث أن الاستثمار في بنك مصر الأول (عائد دوري - متوازن) هو أفضل على اعتبار أنه يحقق عائداً قريباً من عائد صندوق الأسهم. مع تحمل المستثمر لمخاطر أقل في هذا النوع من الصناديق.

في حين نجد أن العائد بدون احتساب التوزيعات هو الأقل بالنسبة لصندوق بنك مصر الأول المتوازن، وهذا الأمر طبيعي، ومردّه إلى السياسة الاستثمارية لهذا الصندوق، والتي تعتمد على توزيع عوائد على حملة الوثائق، في حين أن استثمارات بنك مصر الثاني تتركز على تعظيم القيمة السوقية لوثائق الاستثمار على حساب العوائد التي يتم توزيعها. أي إن التوزيعات النقدية تكون أقل.

ونتوسع أكثر في المقارنة السابقة، فنأخذ ثلاثة صناديق استثمار متوازنة، ونقارنها مع ثلاثة صناديق أسهم

الجدول رقم(١١) مقارنة بين صناديق استثمار متوازنة وصناديق استثمار أسهم

نوع الصندوق	اسم الصندوق	مدير الصندوق	تاريخ بدء النشاط	القيمة الاسمية	الحجم (مليون جنيه)	صافي قيمة الأصل بالجنيه (أيار...- آ...-)	التوزيعات النقدية منذ بدء النشاط وحتى (أيار...- آ...-)	معدل العائد منذ بدء النشاط ١ %	متوسط العائد السنوي %	مجموع متوسط العائد السنوي لكل الصناديق
متوازن	الخبير	القاهرة لإدارة الصناديق	تشرين أول ٩٦	100	100	124.20	33	57.2	4.97	23.97%
	بنك مصر - الأول	كونكورد	شباط ٩٥	100	500	121.56	100.3	121.86	9.37	
	الأهلي المصري - الثاني	الأهلي لإدارة الصناديق	تشرين أول ٩٥	100	300	107.97	112.5	120.47	9.63	
مخاطر عالية	كريدي أكريول الأول	هيرمس	تشرين أول ٩٤	100	300	370.23	220.25	490.48	36.33	١٧٦,٢٧ %
	بنك مصر - الثاني	كونكورد	أيلول ٩٥	66.67	300	98.86	55.15	131	À.ü.---	
	بنك القاهرة	هيرمس	تشرين ثاني ٩٥	10	200	132	0	1220	---	

المصدر: الجدول من إعداد الباحث وذلك بالاعتماد على بيانات مأخوذة من الكتاب السنوي للبورصة المصرية للأوراق المالية لمجموعة من

السنوات.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن صناديق الأسهم حققت عوائد أفضل من تلك التي حققتها الصناديق المتوازنة، بثلاثة أضعاف تقريباً، ويرى الباحث أن السبب في ذلك يعود بالدرجة الأولى إلى الكفاءة العالية لشركة هيرمس في إدارة صناديق الاستثمار - وهذا ما سنراه عند تقييم أداء مدراء الاستثمار - مع الإشارة إلى أن صناديق الأسهم ضمن العينة السابقة هي صناديق نمو، ولكن ذلك لا يمنحها أفضلية على اعتبار أنه عند حساب معدل العائد تم احتساب التوزيعات السنوية.

المقارنة الثانية هي بين صندوق البنك المصري الخليجي وصندوق اورينت ترا ست ، والمقارنة بين هذين الصندوقين هي مقارنة بين صندوق مفتوح وصندوق مغلق، فصندوق البنك

^١ العائد منذ بدء النشاط = (صافي قيمة الوثيقة في أيار ٢٠٠٨ - القيمة الاسمية للوثيقة + التوزيعات) / القيمة الاسمية للوثيقة

المصري الخليجي هو صندوق مفتوح، في حين أن صندوق أورينت تراست هو صندوق مغلق، ومن ناحية أخرى فإن كلا الصندوقين تأسسا في السنة نفسها وبالتالي فكلاهما تعرضا إلى الظروف العامة نفسها، ولكن كل من الصندوقين يتبع لشركة إدارة مختلفة.

الجدول رقم (١٣) مقارنة بين البنك المصري الخليجي وأورينت تراست

اسم الصندوق	نوع الصندوق	مدير الصندوق	تاريخ بدء النشاط	القيمة الاسمية	الحجم (مليون جنيه)	صافي قيمة الأصل بالجنيه (أيار ٢٠٠٨)	التوزيعات النقدية منذ بدء النشاط وحتى (أيار ٢٠٠٨)	معدل العائد منذ بدء النشاط وحتى (أيار ٢٠٠٨)
البنك المصري الخليجي	مفتوح عائد نمو	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	أيار ٩٧	100	100	419.13	197	516.13%
أورينت تراست	مغلق نمو	الشركة المصرية للاستثمار والأعمال المالية	شباط ٩٧	1000	50	1378.34	200	58%

المصدر: الجدول من إعداد الباحث (الأرقام من الكتاب السنوي للبورصة المصرية ٢٠٠٨)

مقارنة صافي قيمة الأصل: بالنظر للجدول السابق نجد أن صافي قيمة الأصل بالنسبة لصندوق أورينت تراست هي أكبر من صافي قيمة الأصل بالنسبة لصندوق البنك المصري الخليجي، وهذا يتلاءم مع كون صندوق أورينت تراست هو صندوق نمو، وهنا يرى الباحث أن هذه الأفضلية التي حققها صندوق أورينت تراست إنما تعود إلى أن القيمة الاسمية لوثيقة أورينت تراست تعادل عشرة أضعاف القيمة الاسمية لوثيقة صندوق البنك المصري الخليجي، والباحث يرى: من الضروري عند إجراء المقارنة السابقة الأخذ بعين الاعتبار القيمة الاسمية لوثيقة الاستثمار لكلا الصندوقين (١٠٠ جنيه بالنسبة لصندوق البنك المصري الخليجي و ١٠٠٠ جنيه بالنسبة لصندوق بنك أورينت تراست) وبذلك تتم المقارنة بشكل صحيح، وما يجب عمله هنا هو إجراء تجزئة لوثيقة استثمار أورينت تراست بحيث تصبح القيمة الاسمية للوثيقة ١٠٠ جنيه (وهي القيمة الاسمية نفسها لوثيقة استثمار البنك المصري الخليجي) والجدول التالي يبين ذلك:

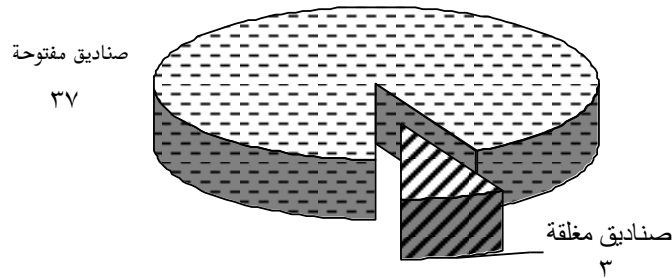
جدول رقم (١٣) مقارنة بين البنك المصري الخليجي واورينت تراست (بعد التعديل)

اسم الصندوق	نوع الصندوق	مدير الصندوق	تاريخ بدء النشاط	القيمة الاسمية	الحجم (مليون جنيه)	صافي قيمة الأصل بالجنيه (أيار ٢٠٠٨)	التوزيعات النقدية منذ بدء النشاط وحتى (أيار ٢٠٠٨)	معدل العائد منذ بدء النشاط وحتى (أيار ٢٠٠٨)
البنك المصري الخليجي	مفتوح عائد - نمو	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	أيار ٩٧	100	100	419.13	197	516.13%
اورينت تراست	مغلق نمو	الشركة المصرية للاستثمار والأعمال المالية	شباط ٩٧	100	50	137.834	20	58%

المصدر: الجدول من إعداد الباحث (الأرقام من الكتاب السنوي للبورصة المصرية ٢٠٠٨)

نلاحظ من الجدول رقم (١٣) أن صندوق البنك المصري الخليجي المفتوح يتفوق وبشكل كبير جداً على صندوق اورينت تراست المغلق، وذلك من ناحية صافي قيمة الأصل^١ ومعدل العائد منذ بدء النشاط، على الرغم أنه من الناحية النظرية يجب أن يتفوق صندوق اورينت تراست على اعتبار أن هدفه الرئيسي هو النمو الرأسمالي، ولو نظرنا إلى الصناديق المغلقة في مصر منذ بدء النشاط وحتى الآن لوجدنا أنها تعاني من انخفاض ملحوظ في العائد الإجمالي الذي حققته مقارنةً بالصناديق المفتوحة، وهذا ما يبرر العدد القليل من صناديق الاستثمار المغلقة الموجودة في مصر مقارنةً بعدد الصناديق المفتوحة، والشكل التالي^٢ يوضح ذلك:

صناديق الاستثمار العاملة في مصر



الشكل رقم (٥) صناديق الاستثمار العاملة في مصر

^١ بالنسبة لصافي قيمة الأصل فتم أخذه بشكل مباشر من الكتاب السنوي للبورصة المصرية لعام ٢٠٠٨.

^٢ الكتاب السنوي للبورصة المصرية عام ٢٠٠٨.

تقييم أداء مدير الاستثمار:

أولاً: تقييم كفاءة مدير الاستثمار (من ناحية متوسط العائد السنوي):

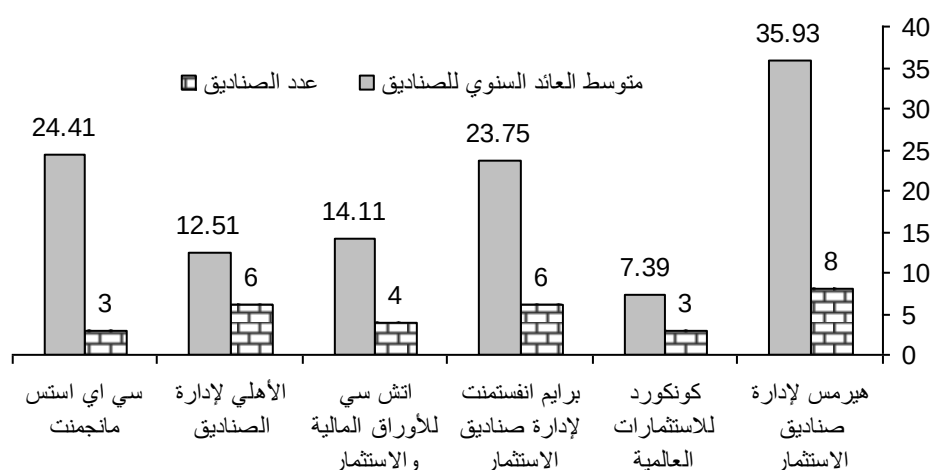
يوجد العديد من شركات الاستثمار التي تتولى مهام إدارة صناديق الاستثمار في مصر، وفي هذه الفقرة سنعمد إلى المقارنة بينها، بهدف التعرف على الشركة الأفضل أداءً في إدارة الصناديق، وذلك من خلال مقارنة العوائد المتحققة لها هذه الشركات في الصناديق المتوفرة تحت إدارتها، وهذه الشركات هي: الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار، كوكورد للاستثمارات العالمية، اتش سي للأوراق المالية والاستثمار، هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار، سي أي استس مانجمنت، برايم انفستمنت لإدارة صناديق الاستثمار، المجموعة المصرية لإدارة صناديق الاستثمار.

وعند المقارنة بين هذه الصناديق يجب أخذ عامل الزمن بعين الاعتبار، فمن غير الممكن والصحيح مقارنة العائد الذي حققه صندوق استثمار بدءاً نشاطه عام ١٩٩٤ مثلاً مع صندوق بدأ نشاطه عام ٢٠٠٢، إذ إن فترة نشاط الصندوق الأول امتدت لـ ١٤ سنة في حين أن فترة نشاط الصندوق الثاني هي ٦ سنوات، ولتجاوز هذا الخلل، يرى الباحث أنه يجب أخذ متوسط العائد الذي حققته صناديق الاستثمار خلال فترة نشاطها وذلك بقسمة العائد الإجمالي منذ بدء النشاط على عدد سنوات نشاط الصندوق. مع الإشارة إلى أنه تم استبعاد الصناديق التي تغير مدير الاستثمار فيها، كما هو الحال في صندوق استثمار كريدي أكريكول الثالث الذي تم إسناد إدارة الصندوق إلى المجموعة المصرفية لإدارة صناديق الاستثمار بدلاً من شركة لازارد أسيت مانجمنت إيجبت ابتداءً من ٢٠٠٥/٦/٣٠، وكذلك صندوق استثمار بنك مصر إيران للتنمية الأول؛ الذي تم إسناد إدارته إلى شركة اتش سي للأوراق المالية بدلاً من شركة لازارد أسيت مانجمنت إيجبت ابتداءً من ٢٠٠٤/٥/٢٢، وغيرها من الصناديق. كذلك تم استبعاد شركة الإدارة التي تدير صناديق يقل عددها عن ثلاثة، وذلك حتى يتسنى الحكم على أدائها بشكل أفضل.

الجدول رقم (١٤) مقارنة بين مدراء الاستثمار في مصر من ناحية متوسط العائد السنوي

مدير الصندوق	عدد الصناديق	متوسط العائد السنوي للصناديق	عدد الصناديق الكلي
هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	6	39.86%	8
كونكورد للاستثمارات العالمية	3	15.79%	٣
برايم انفستمنت لإدارة صناديق الاستثمار	5	28.32%	6
اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	3	10.52%	4
الأهلي لإدارة الصناديق	4	17.55%	6
سي اي استس مانجمنت	3	23.23%	3

المصدر: الجدول من إعداد الباحث وذلك بالاعتماد على بيانات مأخوذة من الكتاب السنوي للبورصة المصرية للأوراق المالية لمجموعة من السنوات.



الشكل رقم (٦) المقارنة بين متوسط العائد السنوي لمدراء الاستثمار

نلاحظ من الجدول السابق ما يلي:

- إن الصناديق التي تديرها شركة هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار تحظى بالعائد السنوي الأعلى، ومن ثم، برايم انفستمنت لإدارة صناديق الاستثمار. ويليهما سي اي استس مانجمنت

- إن شركات الإدارة الثلاثة التي حققت العائد السنوي الأعلى استحوذت على ١٤ صندوقاً من العينة التي تم إجراء الاختبار عليها، والبالغ عدد الصناديق فيها ٢٤ صندوقاً، وهذا يؤكد الدور الإيجابي لشركات الإدارة هذه، حيث تسعى صناديق الاستثمار الجديدة إلى التعاقد مع هذه الشركات، بسبب العائد الجيد الذي تحققه في إدارة صناديقها.

• إن شركة الإدارة التي حققت أقل معدل عائد سنوي تحظى بإدارة العدد الأقل من صناديق الاستثمار؛ وهي كونكورد للاستثمارات المالية.

ولنعرف المزيد عن العلاقة بين عدد الصناديق التي يديرها مدير الاستثمار ومتوسط العائد السنوي الذي يحققه، نقوم بحساب معامل الارتباط، بين عدد الصناديق من جهة ومتوسط العائد السنوي، وذلك عن طريق البرنامج الإحصائي SPSS كما يلي:

الجدول رقم (١٥) متوسط العائد السنوي لمدراء الاستثمار

مدیر الصندوق	عدد الصناديق	متوسط العائد السنوي للصناديق
هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	6	39.86%
كونكورد للاستثمارات العالمية	3	15.79%
برايم انفستمنت لإدارة صناديق الاستثمار	5	28.32%
اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	3	10.52%
الأهلي لإدارة الصناديق	4	17.55%
سي اي استس مانجمنت	3	23.23%

المصدر: الجدول من إعداد الباحث وذلك بالاعتماد على بيانات مأخوذة من الكتاب السنوي للبورصة المصرية للأوراق المالية لمجموعة من السنوات.

الجدول رقم (١٦) حساب معامل الارتباط بين متوسط العائد وعدد الصناديق

Return	Number		
.883(*)	1	Pearson	Number
.020	.	Correlation	
6	6	Sig. (2-tailed)	
1	.883(*)	N	
.	.020	Pearson	Return
6	6	Correlation	
		Sig. (2-tailed)	
		N	

تعاذل قيمة معامل الارتباط $R=0.883$ وبمستوى معنوية 0.05 أي أن العلاقة بين عدد الصناديق ومتوسط العائد السنوي لها هي علاقة طردية وقوية، وبما أنها طردية فإن مدير صناديق الاستثمار الذي يحقق متوسط عائد سنوي أعلى يكون له إمكانية أكبر للحصول على فرصة إدارة صناديق استثمار أخرى وهذا الأمر لا يتنافى مع المنطق.

وعند الاستعانة بأنموذج الانحدار البسيط^١ لدراسة العلاقة بين متوسط العائد السنوي وعدد الصناديق، وباعتماد على نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS تبين للباحث أن المعادلة Compound تحقق أفضل تمثيل للعلاقة بين متوسط العائد السنوي وعائد الصناديق. وباستخدام البرنامج السابق نحصل على معلمات الأنموذج ويكون للمعادلة الشكل التالي:

$$\ln Y = \ln 2.2074 + \ln 1.024942 * X$$

$$\ln Y = 0.7918155 + 0.024636X$$

ولدينا $F = 11.054$ بمستوى معنوية 0.000

أما قيمة معامل التحديد $R \text{ Square} = 73.429\%$

وقيمة $\text{Residuals} = 0.12044881$

والخطأ المعياري المرتكب $\text{Standard Error} = 0.17353$

أما قيمة T بالنسبة لثابت المعادلة 5.511 بمستوى معنوية ثابت 0.0053 أما بالنسبة لميل

المعادلة $T = 134.958$ وبمستوى معنوية 0.000

التفسير: بلغت قيمة معامل التحديد 73.429% المراد الذي يدلنا على أن

73.4% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (عدد الصناديق التي يديرها مدير استثمار

واحد) تعود للتغيرات الحاصلة في المتغير المستقل (متوسط العائد السنوي الذي يحققه مدير

الاستثمار) و 26.6% من التغيرات الحاصلة في عدد الصناديق تعود إلى العوامل العشوائية.

وقيمة $\text{Residuals} = 0.12044881$ تدلنا على قدرة الأنموذج وصلاحيته للتنبؤ.

ومن معادلة خط الانحدار نجد أنه بزيادة متوسط العائد السنوي الذي يحققه مدير

الاستثمار في مصر بمقدار وحدة واحدة، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة في عدد الصناديق التي

يديرها بمقدار 0.0246 صندوق.

^١ سيقوم الباحث بشرح وافٍ عن أنموذج التحليل الإحصائي "الانحدار البسيط" وذلك في المبحث الثاني من هذا الفصل.

ثانياً: تقييم كفاءة مدير الاستثمار (من ناحية المخاطر):

في المقارنة السابقة بين أداء مدراء الاستثمار العاملين في مصر تم التركيز على العائد الذي تحققه صناديق الاستثمار، ولكن في هذه الفقرة سيتم التركيز على جانب المخاطر، حيث سيتم تقييم كفاءة مدير الاستثمار من خلال نسبة المخاطر غير المنتظمة إلى المخاطر الكلية، وسيتم حساب هذه النسبة باستخدام معامل التحديد، حيث تساوي المخاطر غير المنتظمة $(1-r^2)$ ، فالصندوق الذي تكون فيه قيمة معامل الارتباط بين عائد الصندوق، وعائد محفظة السوق هو ٠,٥ فإن قيمة معامل التحديد له هي $(٠,٥)^2 = ٠,٢٥$ وبالتالي المخاطر غير المنتظمة التي يمكن التخلص منها تعادل $0.75 = (1 - 0.25)$ أي ٧٥٪ من المخاطر الكلية^١.

ویدلنا ذلك على أن نسبة المخاطر التي يمكن التخلص منها تبلغ ٠,٧٥ من المخاطر الكلية.

الجدول رقم (١٧) متوسط العائد السنوي لمدراء الاستثمار العاملين في مصر (%)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	أسم الصندوق
13.16	45.89	12.56	59.63	58.45	61.08	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار
20.49	27.83	3.16	58.12	20.71	9.43	كونكورد للاستثمارات العالمية
23.73	40.30	7.20	58.20	37.06	16.27	برايم انفستمنت لإدارة صناديق الاستثمار
16.88	28.41	2.46	56.81	37.78	18.47	الأهلي لإدارة الصناديق
24.92	18.47	8.19				سي اي استس مانجمنت
12.20	28.12	7.25				اتش سي للأوراق المالية والاستثمار
-4.80	50.14	10.26	146.29	128.40	139.17	عائد محفظة السوق

المصدر: الجدول من إعداد الباحث وذلك بالاعتماد على بيانات مأخوذة من الكتاب السنوي للبورصة المصرية للأوراق المالية لمجموعة من السنوات.

الجدول رقم (١٨) معامل الارتباط بين متوسط العائد السنوي لمدراء الاستثمار وعائد محفظة السوق

H C	C A Assist	Ahali	Prim	Concord	Herms	Market		
.879	-.137	.703	.513	.439	.952(**)	1	Pearson Correlation	Market
.317	.913	.119	.298	.384	.003	.	Sig. (2-tailed)	
3	3	6	6	6	6	6	N	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

^١ هندي، منير إبراهيم. ١٩٩٦. الفكر الحديث في مجال الاستثمار. منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ص ٢٦٤، ٢٦٥.

الجدول رقم(١٩)مقارنة بين مدراء الاستثمار في مصر من ناحية المخاطر

مدير الصندوق	متوسط العائد خلال فترة الدراسة %	معامل الارتباط	معامل التحديد	المخاطر التي يمكن التخلص منها
هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	35.93	0.952	0.094	91%
كونكورد للاستثمارات العالمية	7.39	0.439	0.807	19%
برايم انفستمنت لإدارة صناديق الاستثمار	23.75	٠,٥١٣	0.737	26%
اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	14.11	0.703	0.506	49%
الأهلي لإدارة الصناديق	12.51	-0.137	0.981	2%
سي اي استس مانجمنت	24.41	0.879	0.227	77%
عائد محفظة السوق	78.24	1	0	

المصدر: الجدول من إعداد الباحث (الأرقام من الكتاب السنوي للبورصة المصرية لمجموعة من السنوات)

بالنظر للجدول السابق نجد ما يلي:

- بالنسبة للمخاطر التي يمكن التخلص منها فإن الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار وبرايم انفستمنت حققتا أقل معدل من هذه المخاطر، وبالتالي فإن كفاءتها تُعدُّ الأعلى.
- بلغت المخاطر التي يمكن التخلص منها بالنسبة لشركة هيرمس لصناديق الاستثمار ٩١٪ وتعدّ نسبة عالية جداً، وتدل على ضعف كفاءة الشركة في التخلص من المخاطر، على الرغم من أن الصناديق التي تديرها حققت معدلات نمو عالية، ولكن توافق ذلك مع معدلات مخاطر عالية، وهذا يفسره أيضاً الارتباط القوي بين عائد محفظة السوق، ومتوسط العائد السنوي للصناديق التي تديرها هذه الشركة.
- بالمقارنة بين هذا الجدول مع الجدول رقم (١٧) نجد أن العائد الذي حققه بعض مدراء الاستثمار كان مترافقاً مع درجة كبيرة من المخاطر، وبالتالي فإن الوحدة الواحدة من العائد تتحمل حجماً أكبر من المخاطر.
- إن المفاضلة والمقارنة بين مدراء الاستثمار السابقين تتوقف على رغبة المستثمر وتوجّهه، فالمستثمر الراغب في تحقيق عائد مرتفع - حتى لو ترافق ذلك مع مستوى عالٍ من المخاطر - يتجه إلى مدير الاستثمار الذي يحقق العائد الأعلى، أما المستثمر المحافظ الراغب أولاً في تجنب المخاطر، فإنه يتوجه نحو مدير استثمار يتعرض لمستوى أقل من المخاطر.

العلاقة بين حجم الصندوق والعائد السنوي:

الجدول التالي يبين صناديق الاستثمار العاملة في مصر مع بيان عمر كل منها، والعائد الذي حققته منذ بدء النشاط، ومتوسط العائد السنوي، مع الإشارة إلى أنه تم الأخذ بعين الاعتبار الصناديق التي تجاوز عمرها ٨ سنوات وما فوق، وذلك حتى يكون العائد معبراً بشكل أفضل عن وضع الصندوق، وحتى يتم استبعاد أثر الظروف الطارئة التي تمر بها الصناديق خلال فترات زمنية محددة، والتي قد تؤدي إلى ارتفاع مفاجئ في أسعار أوراقها المالية.

الجدول رقم (٣٠) العلاقة بين حجم الصندوق والعائد السنوي

اسم الصندوق	الحجم (مليون جنيه)	عمر الصندوق	إجمالي العائد منذ بدء النشاط وحتى أيار ٢٠٠٨	المتوسط السنوي
بنك مصر - الأول	500	13	121.86%	9.37%
بنك كريدي أكريكول مصر - الأول	300	14	490.48%	35.03%
بنك كريدي أكريكول مصر - الثاني	300	11	173.15%	15.74%
بنك مصر - الثاني	300	13	131%	10.08%
البنك الاهلي المصري - الثاني	300	13	120.47%	9.27%
صندوق استثمار شيلد	280	10	279.14%	27.91%
بنك القاهرة	200	13	1220%	93.85%
بنك الاسكندرية - الاول	200	14	662.33%	47.31%
بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الثاني	200	11	390.4%	35.49%
البنك الأهلي المصري - الأول	200	14	437.4%	31.24%
بنك كريدي أكريكول مصر - الثالث	150	9	90.36%	10.04%
بنك مصر - الثالث	138.97	11	654.95%	59.54%
بنك مصر ايران للتنمية - الأول	100	10	678.52%	67.85%
بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الأول	100	12	629.49%	52.46%
البنك المصري الخليجي	100	11	516.13%	46.92%
المجموعة العربية المصرية للتأمين	100	13	179.01%	13.77%
البنك المصري لتنمية الصادرات (الخبير)	100	12	57.2%	4.77%
بنك قناة السويس	100	12	4.98%	0.42%
العقاري العربي المباشر	70	8	7.22%	0.90%
صندوق الراج	50	9	80.94%	8.99%
اورينت تراست	50	11	57.83%	5.26%
مصر لصندوق الاستثمار المباشر	35	9	12.5%	1.39%

المصدر: الجدول من إعداد الباحث (الأرقام من الكتاب السنوي للبورصة المصرية لمجموعة من السنوات)

نلاحظ من الجدول السابق ما يلي :

- لا يوجد ارتباط قوي بين حجم الصندوق ومتوسط العائد السنوي المحقق.
 - تراوحت أحجام معظم الصناديق بين ١٠٠ و ٣٠٠ مليون جنيه.
 - الصندوق الأول من ناحية الحجم (بنك مصر الأول) حقق عائداً سنوياً لا يتعدى الـ ٩,٣٪، وهي نسبة ضئيلة مقارنةً بالعائد الذي حققته صناديق أخرى.
 - الصناديق التي حققت العائد الأعلى، ليست بالضرورة تتمتع بالحجم الأكبر.
 - إن صغر حجم الصندوق ليس عائناً أمام تحقيق العائد، فمثلاً صندوق المرباح الذي يبلغ حجمه ٥٠ مليون جنيه حقق عائداً يقارب ٩٪، وهذا العائد قريب من العائد الذي حققه صندوق بنك مصر الأول الذي يبلغ حجمه ٥٠٠ مليون جنيه.
- ولمعرفة المزيد عن العلاقة بين حجم الصندوق ومتوسط العائد السنوي نقوم بحساب معامل الارتباط بين كلا المتغيرين (حجم الصندوق ومتوسط العائد السنوي)، وذلك عن طريق البرنامج الإحصائي SPSS :

الجدول رقم (٣١) حساب معامل الارتباط بين حجم الصندوق والعائد السنوي

Return	Size		
.014	1	Pearson	حجم الصندوق
.951	.	Correlation	
22	22	Sig. (2-tailed)	
1	.014	N	
.	.951	Pearson	العائد
22	22	Correlation	
		Sig. (2-tailed)	
		N	

نجد أن قيمة معامل الارتباط تساوي ٠,٠١٤ ، وهي قيمة قريبة جداً من الصفر، الأمر الذي يعني بعدم وجود ارتباط، أو علاقة تابعة بين حجم الصندوق ومتوسط العائد السنوي الذي يحققه، وبالتالي فإن الباحث يرى أن كبر حجم الصندوق، يجب أن لا يكون دافعاً للمستثمر للإقبال على شراء وثائق صندوق ما في مصر؛ أي أن هناك عوامل أخرى يجب أخذها بعين الاعتبار كشركة الإدارة مثلاً، ومن ناحية ثانية فإن رأس المال الكبير لا يُعدّ شرطاً مطلوباً، أو هاماً للصندوق لحسن تأديته لمهامه.

مقارنة عائد صناديق الاستثمار مع عائد مؤشر الهيئة العامة للسوق (عائد محفظة السوق):

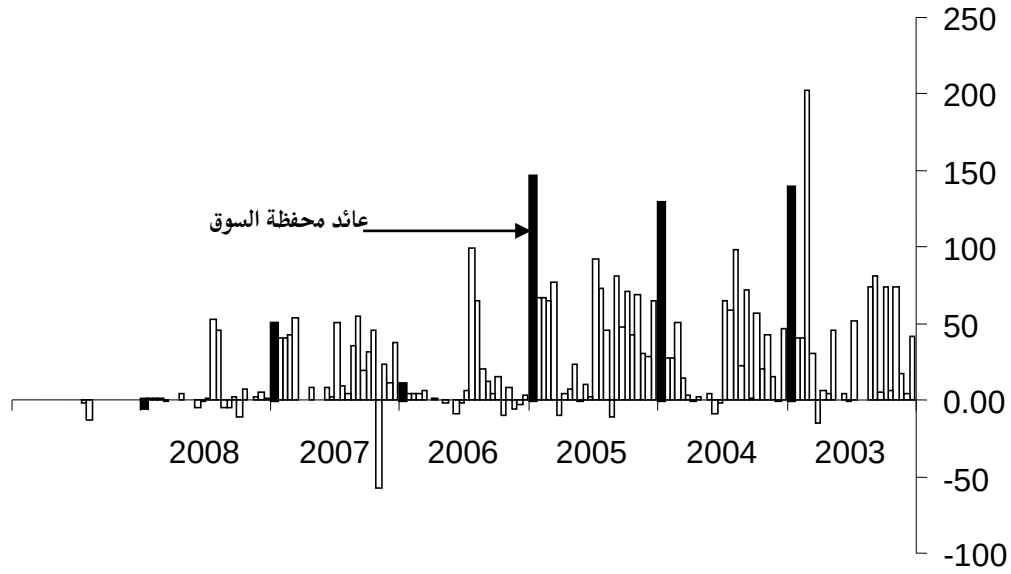
في هذه الفقرة سنقوم بحساب العائد الذي حققته عينة من صناديق الاستثمار كل لوحده، ومقارنته مع معدل نمو مؤشر CASE30 للبورصة المصرية (عائد محفظة السوق). ولكن عند المقارنة سنقوم بتبويب الصناديق وفقاً لأهدافها، وهذا يختلف عن التبويب الذي تعتمده الهيئة العامة لسوق المال المصرية في تقريرها السنوي عن البورصة، حيث تقوم بتبويبها وفقاً لنوعية الأوراق المالية التي تستثمر بها^١.

الجدول رقم (٣٣) مقارنة معدل عائد صناديق الاستثمار مع عائد محفظة السوق

هدف الصندوق	الصندوق	نوع الصندوق	عائد الصندوق % دون احتساب التوزيعات					
			2008	2007	2006	2005	2004	2003
مؤشرات أساسية	البنك الأهلي المصري - الأول	متوازن	0.91	38.03	3.60	64.46	46.63	41.69
	بنك كريدي أكريكول مصر - الأول	أسهم	-7.72	28.91	15.44	49.32	45.39	76.76
	بنك الإسكندرية - الأول	أسهم	-10.7	31.83	14.88	71.00	56.47	73.76
	بنك مصر - الثاني	أسهم	2.01	19.42	3.96	47.92	1.29	5.42
	بنك القاهرة	أسهم	-4.66	55.06	12.39	80.98	71.75	81.28
	صندوق استثمار شيلد	أسهم	-0.61	32.87	-49.8	67.42	30.76	55.98
	اورينت تراست	مغلق	3.73	7.91	-0.13	7.23	2.22	3.79
	مصر لصندوق الاستثمار المباشر	مغلق	1.21	4.32	-1.08	6.00		
	المجموعة العربية المصرية للتأمين	تحديد الأصول	-0.77	53.55	6.04	76.98	14.67	30.90
	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الأول	تحديد الأصول	0.73	42.36	4.59	64.50	50.58	202.7
مؤشرات معدنية	بنك مصر - الأول	متوازن	5.01	11.22	-2.40	28.07	-1.23	4.06
	البنك الأهلي المصري - الثاني	متوازن	2.08	22.99	-6.32	30.36	15.71	17.51
	البنك المصري لتنمية الصادرات (الخبير)	متوازن	-0.35	-57.1	8.55	69.18	42.92	74.45
	صندوق الراجح	دخل ثابت	-0.75	2.30	-2.20	2.31	-2.29	-0.40
	بنك كريدي أكريكول مصر - الثالث	دخل ثابت	-4.95	8.72	-9.42	10.40	-8.57	3.72
	البنك التجاري الدولي - الأول (أصول)	دخل ثابت	3.23	7.92	8.19			
	بنك مصر إيران للتنمية - الثاني	دخل ثابت	-0.81	3.88	0.02			
	بنك فيصل الإسلامي المصري	إسلامي	-2.24	23.43	-0.14	45.28		
	العقاري العربي المباشر	مغلق	-9.92	3.61	-15.2			
مؤشرات معدنية	بنك قناة السويس	متوازن	7.11	46.08	-9.94	42.48	20.14	6.62
	بنك كريدي أكريكول مصر - الثاني	أسهم	-5.28	35.86	20.79	-10.99	22.71	73.57
	البنك المصري الخليجي	أسهم	-12.8	45.39	4.68	64.84	46.12	97.86
	بنك مصر - الثالث	أسهم	-1.99	53.10	9.46	98.96	72.85	58.36
	بنك مصر إيران للتنمية - الأول	أسهم	1.22	50.87	6.33	91.93	64.51	52.16
	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الثاني	تحديد الأصول	0.82	41.05	4.20	66.65	27.08	40.91
	عائد محفظة السوق		-4.80	50.14	10.26	146.29	128.40	139.17

المصدر: الجدول من إعداد الباحث (الأرقام من الكتاب السنوي للبورصة المصرية لمجموعة من السنوات)

^١ وجد الباحث أنه من الأفضل تبويب الصناديق حسب أهدافها على اعتبار أن ذلك يُعتبر الأكثر انتشاراً.



الشكل رقم (٧) المقارنة بين عائد صناديق الاستثمار مع عائد محفظة السوق

بالنظر للجدول السابق وبمقارنة معدل عائد الصناديق مع معدل عائد السوق خلال

فترة الدراسة ما بين أيار ٢٠٠٢ وأيار ٢٠٠٨ نجد ما يلي :

❖ صناديق النمو الرأسمالي :

١. حققت جميع صناديق النمو الرأسمالي عائداً أقل من عائد محفظة السوق وذلك في السنوات ٢٠٠٢ حتى ٢٠٠٥.

٢. من بين جميع الصناديق حقق صندوق بنك الشركة المصرفية العربية الدولية الأول معدل عائد أعلى من معدل عائد محفظة السوق في أثناء صعود السوق وذلك في عام ٢٠٠٣.

٣. عندما بدأ عائد محفظة السوق بالهبوط، وأيضاً عندما بدأ بتسجيل قيمٍ سلبية نجد أن بعض صناديق النمو الرأسمالي تفوقت عليه، حيث إنه باستثناء صندوق بنك كريدي أكريكول الأول، وبنك الإسكندرية الأول؛ فإن جميع الصناديق سجلت عائداً أفضل من عائد محفظة السوق في عام ٢٠٠٨.

يرى الباحث أن هذه النتائج لا تتوافق وإلى حدٍ بعيد مع أهداف صناديق النمو الرأسمالي، فمن الناحية النظرية يجب أن تسجل صناديق النمو الرأسمالي معدلات عائد أفضل من العائد الذي تحققه محفظة السوق، ولكن من الناحية العملية الجدول السابق يبين

لنا أنه في فترات صعود السوق سجلت هذه الصناديق معدلات عائد إيجابية، ولكنها أقل من معدل عائد السوق، وفي فترات الهبوط فإنها حافظت على عوائد إيجابية، وإن كانت هذه العوائد ضئيلة، ولكنها أعلى من عائد محفظة السوق. وبالتالي فإن الباحث يرى أن صناديق الذمو الرأسمالي لم تحقق الهدف الذي أُنشئت من أجله وهو تعظيم القيمة السوقية، وخصوصاً في فترات صعود المؤشر، فهي لم تحقق المطلوب منها، أي لم تحقق عائداً أعلى من عائد محفظة السوق.

ويرى الباحث أن هذا الأمر يُرجَّح أن يعود إلى:

- سياسة استثمارية متحفظة نوعاً ما، وهذا الأمر نستدل عليه عند هبوط مؤشر السوق إلى قيمة سلبية، حيث إنه من المفترض (وتبعاً لعوائد الصناديق الذي حققته في السنوات بين ٢٠٠٣ و ٢٠٠٧) أن تتبع عوائد صناديق الأسهم مؤشر السوق، وهذا الأمر لم يحدث في فترات الهبوط ولمعظم الصناديق، ففي فترة الصعود وجدنا أن عائد محفظة السوق تفوق على عائد الصناديق، في حين أنه في فترات الهبوط حدث العكس.
- القيود التي وضعتها الهيئة العامة لسوق المال على مدراء الاستثمار، والتي تفرض عليهم نسب محددة للاستثمار في الأصول المالية المختلفة، لاشك أن هذه النسب تحد من قدرة مدير الاستثمار على الاستفادة من الفرص المتوفرة لديه عند صعود أو هبوط السوق، حيث إن النسب التي حددتها الهيئة تمنع مدراء الاستثمار من تركيز استثماراتهم في أدوات أو أوراق مالية محددة.

صناديق العائد:

تميزت هذه الصناديق بمعدل عائد أقل من معدل عائد محفظة السوق بشكل ملحوظ، ويرى الباحث أن ذلك يعود إلى تركيز استثمارات هذه الصناديق على الأوراق المالية، التي تتميز بتوزيع عوائد دورية ومنتظمة، وبالتالي فهي تبتعد عن الأوراق المالية التي تتميز بالنمو المستمر في قيمتها السوقية على حساب التوزيعات التي تقدمها؛ أي أن إستراتيجية الاستثمار لهذه الصناديق تركز على الأدوات المالية ذات الأرباح الإيرادية، وليس الأرباح الرأسمالية.

ولكن يجب الإشارة أيضاً إلى أن هذا النوع من الصناديق حقق معدل عائد أفضل من معدل عائد السوق عند هبوط عائد محفظة السوق خلال النصف الأول من عام ٢٠٠٨. وهذا الأمر يعكس السياسة المتحفظة؛ التي تنتهجها هذه الصناديق. حيث إنّ معظم هذه الصناديق هي من الصناديق المتوازنة، أو من صناديق الدخل الثابت.

صناديق العائد - النمو: تميّزت هذه الصناديق بأداء جيد ومستقر، وحققت معدل عائد جيد بين العامين ٢٠٠٣ و ٢٠٠٧، حيث اقترب عائد صناديق (النمو - العائد) من عائد السوق، وخصوصاً في عام ٢٠٠٧.

ويرى الباحث أنّه بالنظر إلى أن معظم الصناديق حققت معدلات أفضل من معدل عائد محفظة السوق خلال النصف الأول من عام ٢٠٠٨، وهذه الفترة تميزت بهبوط في مؤشر الهيئة العامة لسوق المال، يمكن عدّ الأمر إيجابياً إذ إنه يعني أن الخسائر التي تتكبدها هذه الصناديق في فترات الهبوط تبقى في حدود معينة، وأقل من الخسائر التي يتحملها المستثمر الذي يتوجه للسوق بشكل مباشر.

كذلك هناك أمر آخر قد يمنع الصناديق من تحقيق معدل عائد أعلى من العائد الذي حققت، وهو انخفاض الثقافة المالية لدى حملة وثائق صناديق الاستثمار، إذ إنه وبمجرد هبوط مؤشر البورصة، يقوم هؤلاء بالتوجه نحو الصناديق لاسترداد قيمة وثائقهم من دون الانتظار لحين ارتفاع المؤشر، وبالتالي تقوم هذه الصناديق بعرض بعض الأوراق المالية التي تمتلكها بهدف الحصول على السيولة المطلوبة، وبالأسعار السائدة المنخفضة.

مقارنة عائد الصناديق الإسلامية مع عائد محفظة السوق:

الجدول رقم (٢٣) مقارنة معدل عائد الصناديق الإسلامية مع عائد محفظة السوق

النوع	عائد الصندوق % دون احتساب التوزيعات					
	2008	2007	2006	2005	2004	2003
مفتوحة - إسلامية	-2.24	23.43	-0.14	45.28		
	-4.33	20.95				
	4.37	22.98				
	8.49	41.00				
	-4.80	50.14	10.26	146.29	128.40	139.17
	عائد محفظة السوق					

المصدر: الجدول من إعداد الباحث وذلك بالاعتماد على بيانات مأخوذة من الكتاب السنوي للبورصة المصرية للأوراق المالية لمجموعة من السنوات.

تُعدُّ صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة العهد نسبياً في السوق المصرية. و خلال سنوات عملها تميّزت بمعدل عائد أقل من عائد محفظة السوق، ولكنها في فترات هبوط عائد محفظة السوق خلال النصف الأول من عام ٢٠٠٨ حققت معدلات أفضل من معدل عائد محفظة السوق، مثلها في ذلك كمثل معظم صناديق الاستثمار العاملة في مصر. ويرى الباحث أنّه من غير الممكن إعطاء حكم صحيح حول الصناديق الإسلامية، بسبب قصر فترة نشاطها في السوق المصرية، وبسبب طبيعة الأنشطة التي تستثمر بها وخصوصيتها؛ وبالتالي فإن مجال عمل هذه الصناديق يبقى أضيق من مجال عمل الصناديق الأخرى.

مقارنة صناديق الاستثمار من منظور تحقيقها لأهدافها:

تهدف هذه المقارنة لتقييم أداء صناديق الاستثمار بالنظر إلى أهدافها، وذلك للتعرف على مدى تناسب العائد الذي حققته الصناديق مع أهدافها التي وضعتها؛ أي مع سياستها الاستثمارية. وتُعرّف السياسة الاستثمارية بأنها "السياسة التي تتضمن قواعد صياغة الخطة طويلة الأجل لتخصيص الأصول المالية، وذلك عن طريق تحديد أنواع الأصول المكونة للمحفظة، ونسب كل منها بما يساعد على تحقيق الأهداف الاستثمارية، والتحكم بالمخاطر الكلية"^٢، ويجب الإشارة أنه عند إجراء هذه المقارنة يجب أخذ توزيعات الصناديق بعين الاعتبار، وستعتمد هذه المقارنة على العائد المذي حققته الصناديق منذ بدء نشاطها، ثم حساب متوسط العائد السنوي لكل صندوق، ومن ثم حساب المتوسط الحسابي لكل مجموعة

^١ يعد بنك فيصل الإسلامي المصري أول من اقترح مجال تأسيس صناديق الاستثمار الإسلامية، عام ٢٠٠٤ .

^٢ http://en.wikipedia.org/wiki/Mutual_Funds ٢٠٠٩-٠٧-٢٣

^٢ Gary P. Brinson et, "Determent of Portfolio Performance", **Financial Analysts Journal**, Jan-Feb – 1988, P133.

من صناديق الاستثمار. وتشمل عينة الدراسة ١٠ صناديق نمو رأسمالي، و٦ صناديق عائد، و٦ صناديق عائد - نمو، وجميع الصناديق الموجودة في العينة يزيد عمرها عن ثماني سنوات، حيث تم إهمال الصناديق حديثة العهد نسبياً في السوق المصرية.

الجدول رقم (٢٤) حساب متوسط العائد لصناديق الاستثمار

Std. Error Mean	Std. Deviation	Mean	N	
10.56478	25.87832	37.6601	6	عائد - نمو
1.48162	3.62920	7.2239	6	عائد
8.79974	27.82721	31.8297	10	نمو

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

الجدول رقم (٢٥) مقارنة عائد صناديق الاستثمار من منظور أهدافها

متوسط العائد السنوي	هدف الصندوق
31.83%	نمو رأسمالي
37.66%	عائد - نمو
7.22%	عائد



الشكل رقم (٨) متوسط العائد السنوي لصناديق الاستثمار حسب أهدافها

من الجدول السابق نجد ما يلي:

- من الناحية النظرية يجب أن تتمتع صناديق النمو بمعدل العائد الأعلى، لأنها تستثمر في الشركات التي تتميز بارتفاع مستمر في قيمتها السوقية، ولكن هذا الأمر لم يتجسد على صعيد الواقع، حيث سجلت صناديق النمو عائداً أقل من صناديق العائد - النمو بنحو ٦٪.
- سجلت صناديق العائد عائداً ضعيفاً جداً يقل عن عائد الاستثمار الخالي من المخاطر.

- صناديق العائد - النمو سجلت أفضل أداء بين مثيلاتها.

وبناءً على النتائج السابقة يرى الباحث أنه عند أخذ العائد السنوي بعين الاعتبار فمن الأفضل التوجه نحو صناديق (العائد - نمو)، على اعتبار أنها تفوقت على أنواع الصناديق الأخرى العاملة في مصر. ولكن قبل اتخاذ هذا القرار يجب النظر نحو المخاطر التي يتعرض لها الصندوق.

مقارنة صناديق (العائد - النمو) من حيث السياسة الاستثمارية لها:

في المقارنة السابقة توصلنا إلى نتيجة مفادها أن الاستثمار في صناديق العائد - النمو يحقق للمستثمر أفضل عائد، ولكن ضمن صناديق (العائد - النمو) يوجد صناديق متوازنة وصناديق أسهم وصناديق تحديد أصول، لذلك تهدف هذه الفقرة إلى التعرف على أفضلها عائداً للمستثمر.

الجدول رقم (٣٦) حساب متوسط عائد صناديق (العائد - النمو) حسب أنواعها

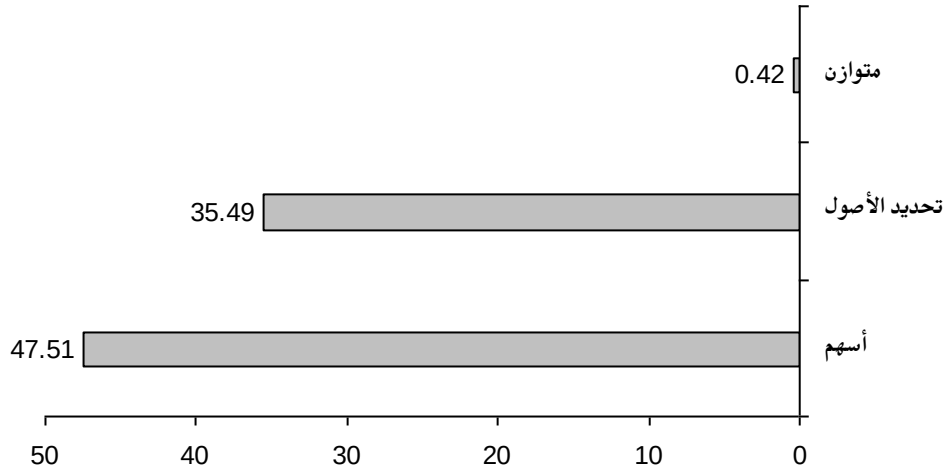
Std. Error Mean	Std. Deviation	Mean	N	صناديق (العائد - النمو)
11.43154	22.86308	47.5137	4	أسهم
.	.	35.4909	1(a)	دخل
.	.	.4150	1(a)	تحديد أصول

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

الجدول رقم (٣٧) مقارنة عائد صناديق (العائد - النمو) حسب أنواعها

متوسط العائد السنوي	هدف الصندوق
%47.51	أسهم
%35.49	تحديد أصول
%0.41	متوازن

المصدر: الجدول من إعداد الباحث (الأرقام من الكتاب السنوي للبورصة المصرية لمجموعة من السنوات)



الشكل رقم (٩) متوسط العائد السنوي لصناديق استثمار (العائد - النمو)

من الجدول السابق نجد أن صناديق الأسهم حققت أفضل أداء بين مثيلاتها من صناديق (العائد - النمو)، وبالتالي فإننا نكون قد توصلنا من خلال المقارنة الحالية إلى نتيجة أكثر دقة من تلك التي توصلنا إليها في المقارنة السابقة؛ أي أن الصندوق الذي ننصح المستثمر بشراء وثائقه في مصر هو صندوق مفتوح يركز استثمارات في الأسهم، ويهدف إلى تحقيق العائد والنمو.

المخاطر التي تتعرض لها صناديق الاستثمار:

تهدف هذه الفقرة إلى مقارنة صناديق الاستثمار، من حيث المخاطر التي تتعرض لها، ومن ثم مقارنتها مع المخاطر التي تتعرض لها محفظة السوق، ومن أجل ذلك سنقوم بحساب مجموعة من المؤشرات كما يلي:

أولاً - المخاطر الكلية: تشكل المخاطر المنتظمة، والمخاطر غير المنتظمة بمجموعها المخاطر الكلية التي يتعرض لها عائد الاستثمار، وتُقاس بواسطة الانحراف المعياري (أو التباين) لمعدل عائدها المتوقع. حيث يعكس اتساع التوزيع الاحتمالي للعائد حجم هذه المخاطر الكلية؛ أي كلما زاد احتمال تشتت العائد عن قيمته المتوقعة زاد حجم المخاطر الكلية.

ثانياً - المخاطر المنتظمة: عندما نحاول إيجاد العلاقة بين المخاطر التي يتعرض لها السهم ومخاطر محفظة السوق، فإننا نركز على المخاطر المنتظمة؛ أي المخاطر العامة التي

تتعرض لها كافة الأوراق المالية المتداولة في السوق، وعليه فإن المقياس الذسبي للمخاطر المنتظمة يمكن صياغته من المعادلة التي يُطلق على ناتجها معامل بيتا^١:

$$Beta = \frac{Cov(X, M)}{\sigma_x^2}$$

حيث $Cov(X, M)$ هو التغير بين عائد السهم، وعائد السوق، ويُعطى بالعلاقة

$$Cov(X, M) = \sigma_x \sigma_m R_{xm} \text{ : التالية}$$

حيث أن R_{xm} هو معامل الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق.

σ_m الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

σ_x الانحراف المعياري لعائد السهم (وثيقة الاستثمار).

ثالثاً - اختبار مستوى التنويع (المخاطر غير المنتظمة) في صناديق الاستثمار:

يستخدم مفهوم المخاطر غير المنتظمة للإشارة إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي التي تُعزى لظروف المنشأة، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، وهكذا، يمكن تخفيض أو إضعاف المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنويع DIVERSIFICATION في الاستثمار، أي شراء أسهم شركات تنتمي إلى قطاعات اقتصادية مختلفة، وبالتالي فإن قياس حجم هذه المخاطر يدلنا على مستوى التنويع الذي حققه صندوق الاستثمار، ونستطيع معرفة درجة التنويع في صندوق الاستثمار، من خلال معرفة حجم المخاطر غير المنتظمة، وتقاس هذه الأخيرة - كما ذكرنا سابقاً - عن طريق معامل التحديد، حيث تساوي المخاطر غير المنتظمة $(1-r^2)$ ، فالصندوق الذي تكون قيمة معامل التحديد له ٠,٧، فإن ذلك يدل على أن نسبة المخاطر التي يمكن التخلص منها تبلغ ٠,٣ من المخاطر الكلية^٢، فلو وجد صندوقان لهما قيمة بيتا نفسها، ولكن قيمة معامل التحديد بالنسبة لأحدهما أقل من قيمته للصندوق الآخر، فإن صندوق الاستثمار ذا معامل التحديد الأقل يتمتع بمخاطر أكبر (لأن

^١ هندي، منير إبراهيم. ١٩٩٦. الفكر الحديث في مجال الاستثمار - منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ص ٢٥٦.

^٢ المرجع السابق، ص ٢٦٥.

ذلك يعني ازدياد نسبة المخاطر التي يمكن التخلص منها؛ أي بكلام آخر كلما اقتربت قيمة معامل التحديد من الواحد، كانت محفظة الأوراق المالية ذات مستوى تنوع أعلى^١.

الجدول رقم (٣٨) مقارنة صناديق الاستثمار من حيث درجة المخاطر ومن حيث قوة العلاقة بين عائد الصندوق وعائد محفظة السوق.

هدف الصندوق	اسم الصندوق	نوع الصندوق	الانحراف المعياري	معامل الارتباط	التغاير	Beta
نمو رأسمالي	البنك الأهلي المصري - الأول	مفتوح - متوازن	22.98	0.92	1312.82	0.34
	بنك كريدي أكرى كول مصر - الأول	مفتوح - أسهم	26.77	0.91	1514.76	0.39
	بنك الإسكندرية - الأول	مفتوح - أسهم	30.64	0.97	1855.9	0.48
	بنك مصر - الثاني	مفتوح - أسهم	16.62	0.43	445.66	0.12
	بنك القاهرة	مفتوح - أسهم	33.76	0.96	2009.83	0.52
	صندوق استثمار شيلد	مفتوح - أسهم	38.88	0.83	2008.56	0.52
	أورينت تراست	مغلق	2.77	0.3	51.8	0.01
	مصر لصندوق الاستثمار المباشر	مغلق	2.7	0.85	143.14	0.04
	المجموعة العربية المصرية للتأمين	تحديد الأصول	27.44	0.59	1000.89	0.26
	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الأول	تحديد الأصول	67.53	0.7	2952.16	0.76
عائد	بنك مصر - الأول	مفتوح - متوازن	10.24	0.4	254.5	0.07
	البنك الأهلي المصري - الثاني	مفتوح - متوازن	12.37	0.77	588.6	0.15
	البنك المصري لتنمية الصادرات (الخبير)	مفتوح - متوازن	45.37	0.74	2074.88	0.54
	صندوق الرابع	مفتوح - دخل	1.88	0.24	27.59	0.01
	بنك كريدي أكرى كول مصر - الثالث	مفتوح - دخل	8.01	0.44	218.53	0.06
	العقاري العربي المباشر	مغلق	7.93	0.85	421.28	0.11
عائد - نمو	بنك قناة السويس	مفتوح - متوازن	20.07	0.41	515.79	0.13
	بنك كريدي أكرى كول مصر - الثاني	مفتوح - أسهم	27.94	0.28	481.75	0.12
	البنك المصري الخليجي	مفتوح - أسهم	36.65	0.89	2026.14	0.52
	بنك مصر - الثالث	مفتوح - أسهم	34.96	0.92	1995.72	0.52
	بنك مصر إيران للتنمية - الأول	مفتوح - أسهم	31.83	0.9	1784.67	0.46
	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الثاني	تحديد الأصول	22.77	0.81	1146.53	0.3
عائد محفظة السوق						
			62.14	1		1

المصدر: الجدول من إعداد الباحث (الأرقام من الكتاب السنوي للبورصة المصرية لمجموعة من السنوات)

الجدول رقم (٣٩) مقارنة صناديق الاستثمار من حيث درجة المخاطر من منظور أهدافها

هدف الصندوق	Beta	معامل التحديد
نمو رأسمالي	0.34	0.61
عائد	0.16	0.16
عائد - نمو	0.34	0.34

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

¹ Reilly Frank K., Brown Keith C., Investment Analysis And Portfolio Management, P1002-1003

بالنظر للجدولين رقم ٢٨ ورقم ٢٩ نجد ما يلي :

- نظرياً كلما كان الصندوق يهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية، ارتفعت نسبة المخاطرة التي يتعرض لها، وبالعكس كلما كان الصندوق يهدف لتحقيق عائد دوري قلت نسبة المخاطر التي يتعرض لها، وبإسقاط ذلك على الجدول رقم (٢٩) نجد أن صناديق النمو الرأسمالي و صناديق (العائد - النمو) تعرضت إلى مستوى المخاطر نفسه (قيمة *Beta* نفسها)، وهذا الأمر يتناقض مع أهدافهما، فمن المفترض أن تتعرض صناديق النمو الرأسمالي لمستوى مخاطر أعلى من ذلك الذي تتعرض إليه صناديق (العائد - النمو)، ويُفسر ذلك بمستوى التنويع الذي حققته صناديق النمو الرأسمالي مقارنةً بصناديق (العائد - النمو)، هذا من جهة، ومن جهةٍ أخرى - وبالنظر إلى الجدول رقم (٢٨) - نجد أن كلا النوعين من الصناديق تتكونان من صناديق تركز معظم استثماراتها على الأسهم.

- من الطبيعي أن تتعرض صناديق المدخل لأقل مستوى من المخاطر بين فئات الصناديق الأخرى، وهذا الأمر يتلاءم مع العائد المنخفض الذي تحققه هذه الصناديق.

- بالنسبة للانحراف المعياري والذي يُعبر عن حجم المخاطر الكلية، نجد أنه باستثناء صندوق بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الأول، فإن جميع الصناديق الأخرى الموجودة في عينة الدراسة نجحت في أن تُبقي مستوى المخاطر الذي يتعرض لها الصندوق أقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة السوق، وهذا يُعدّ أمراً إيجابياً، وهو ما يتلاءم مع انخفاض العائد الذي حققته الصناديق إلى أقل من عائد محفظة السوق.

- تعرض صندوق بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الأول إلى مخاطر أعلى من المخاطر التي تعرضت إليها محفظة السوق، وهذا يُعدّ أمراً طبيعياً عند النظر إلى مستوى العائد الذي حققه، والذي تجاوز عائد محفظة السوق في بعض الأوقات.

- الصناديق التي تعرضت للمخاطر الأقل هي الصناديق التي حققت العائد الأقل، كما هو الحال بالنسبة للصناديق المغلقة.

- تحركت جميع الصناديق بشكل مشابه لحركة محفظة السوق، ولكن بدرجات مختلفة، حيث سجل معامل الارتباط قيماً موجبة، وهذا الأمر يُعدّ مؤشراً سلبياً بالنسبة لأداء صناديق الاستثمار.

مستوى التنوع:

الجدول رقم (٣٠) مقارنة صناديق الاستثمار من حيث قيمة معامل التحديد.

معامل التحديد	نوع الصندوق	اسم الصندوق	هدف الصندوق
0.84	مفتوح - متوازن	البنك الأهلي المصري - الأول	تحويلي
0.83	مفتوح - أسهم	بنك كريدي أكريكول مصر - الأول	
0.95	مفتوح - أسهم	بنك الإسكندرية - الأول	
0.19	مفتوح - أسهم	بنك مصر - الثاني	
0.92	مفتوح - أسهم	بنك القاهرة	
0.69	مفتوح - أسهم	صندوق استثمار شيلد	
0.09	مغلق	اورينت تراست	
0.73	مغلق	مصر لصندوق الاستثمار المباشر	
0.34	تحديد الأصول	المجموعة العربية المصرية للتأمين	
0.49	تحديد الأصول	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الأول	
0.16	مفتوح - متوازن	بنك مصر - الأول	عائد
0.59	مفتوح - متوازن	البنك الأهلي المصري - الثاني	
0.54	مفتوح - متوازن	البنك المصري لتنمية الصادرات (الخبير)	
0.06	مفتوح - دخل	صندوق الرابع	
0.19	مفتوح - دخل	بنك كريدي أكريكول مصر - الثالث	
0.73	مغلق	العقاري العربي المباشر	
0.17	مفتوح - متوازن	بنك قناة السويس	ك
0.08	مفتوح - أسهم	بنك كريدي أكريكول مصر - الثاني	
0.79	مفتوح - أسهم	البنك المصري الخليجي	
0.84	مفتوح - أسهم	بنك مصر - الثالث	
0.81	مفتوح - أسهم	بنك مصر إيران للتنمية - الأول	
0.66	تحديد الأصول	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الثاني	
		عائد محفظة السوق	

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات مأخوذة من الكتاب السنوي للبورصة المصرية لمجموعة من السنوات

بالنظر إلى قيمة معامل التحديد نجد أن معظم الصناديق سجلت مستوى تنوع منخفض، ويعود ذلك للأسباب الآتية:

- إن عدد الأسهم الجيدة التي تجذب صناديق الاستثمار تُعدّ محدودةً نسبياً، مقارنةً بعدد الصناديق المحلية، والدولية العاملة في السوق المصرية. هذه الظاهرة من شأنها أن تؤدي إلى ضيق المساحة التي يتحرك فيها مدير الاستثمار، في محاولتهم لبناء محفظة متنوعة.

• النقص الشديد في الأدوات المتاحة لإدارة المخاطر؛ إذ إنّ تنويع مكونات المحفظة لم يعد كافياً للحد من تقلبات عائد الاستثمار في الوثائق التي تصدرها صناديق الاستثمار، فأدوات إدارة المخاطر قد تعددت وتشعبت وتشكل ضرورة لا غنى عنها في سوق الأوراق المالية.

تقييم أداء الصناديق باستخدام مؤشر شارب وترينور:

عند تقييمنا لأداء الصناديق فيما سبق فقد تمّ التركيز على عائد الصناديق، والمخاطر التي تعرضت لها كلّ على حده، فقد يحقق صندوق ما عائداً أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر، غير أن الزيادة في العائد قد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر المتي قد ينطوي عليها الاستثمار فيه مقارنةً بالصندوق الثاني. ولتجنب هذا العيب فإن الباحث سيقوم بتقييم أداء الصناديق باستخدام مؤشر شارب وترينور والذين يأخذان بالحسبان عائد الصندوق والمخاطر التي يتعرض لها.

أولاً: مقياس شارب:

تُعطى قيمة المؤشر بالعلاقة التالية:

$$Sp = \frac{Rp - Rf}{\sigma}$$

حيث Rp متوسط معدل العائد على الاستثمار.

Rf معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

σ الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار (والذي يعبر عن المخاطر الكلية).

ويقوم نموذج شارب على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري، والتي تتضمن كلاً من المخاطر المنتظمة، والمخاطر غير المنتظمة، لذلك فإن معادلة شارب تدل على العائد الذي تحقّقه محفظة الأوراق المالية مقابل كل وحدة واحدة من المخاطر الكلية.

ثانياً: مقياس ترينور:

يقوم مقياس ترينور على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، ويفترض النموذج أن المستثمر العادي يمكنه من خلال التنويع البسيط أن يتخلص كليةً من

المخاطر غير المنتظمة (الخاصة)، ويُقصد بالتنوع البسيط تكوين محفظة مكونة من عشر أوراق مالية مُختارة عشوائياً.

ويقضي هذا المقياس بأنه إذا كان التخلص من المخاطر غير المنتظمة أمراً يسيراً إلى هذا الحد، فإنه يمكن الإدعاء بأن الإدارة المحترفة التي تتولى صناديق الاستثمار يمكنها أن تشكل مكونات تلك الصناديق بطريقة تنطوي على المخاطر المنتظمة. بمعنى آخر يجب أن يتمثل مقياس مخاطر صناديق الاستثمار في معامل بيتا، وليس في الانحراف المعياري، لذلك فإن معادلة شارب تدل على العائد الذي تحققه محفظة الأوراق المالية مقابل كل وحدة واحدة من المخاطر المنتظمة.

وعلى ضوء ذلك تُعطى قيمة المؤشر بالعلاقة التالية:

$$T = \frac{R_p - R_f}{Beta}$$

حيث R_p متوسط معدل العائد على الاستثمار.

R_f معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

وكما يبدو فإن الاختلاف بين معادلة شارب وترينور هي الكيفية التي تُقاس بها المخاطر، ففي معادلة شارب تُقاس المخاطر بالانحراف المعياري، وهو ما يعني ضمناً عدم القدرة على التخلص من المخاطر غير المنتظمة، أما معادلة ترينور فتقيس المخاطر عن طريق معامل $Beta$ ، وهو ما يعني ضمناً افتراض القدرة على التخلص من المخاطر غير المنتظمة (الخاصة).

بالنسبة لمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر Risk Free Rate، فيُقصد به العائد الذي تحققه ورقة مالية تصدرها الحكومة، ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة واحدة، وينطبق ذلك التوصيف على أذون الخزنة، واختار الباحث أذون الخزنة القصيرة الأجل الربع سنوية كتقدير لمعدل العائد الخالي من المخاطر^١، ويجب الانتباه إلى أن ذلك لا ينطبق على العائد الذي حققته أذون الخزنة المصرية في أوائل التسعينات، فذلك العائد المرتفع يرتبط أساساً بخطة الإصلاح الاقتصادي، وليس بحجم المخاطر التي يذطوي عليها

^١ يبلغ معدل العائد لأذون الخزنة لمدة ٩١ يوم ٩,٢١٪ المصدر: الكتاب السنوي للبورصة المصرية أيار ٢٠٠٨ ص. ٦٢

الاستثمار في تلك الأذون. وكقاعدة عامة كلما كانت قيمة المؤشر أعلى كان أداء الصندوق أفضل؛ إذ يعني عائداً أعلى لكل وحدة من وحدات المخاطر.

أولاً: تحليل أداء الصناديق باستخدام مؤشر شارب:

الجدول رقم (٣١) مقارنة أداء صناديق الاستثمار باستخدام مؤشر شارب

هدف الصندوق	اسم الصندوق	نوع الصندوق	متوسط العائد السنوي	الانحراف المعياري	مؤشر شارب
تحويلات	البنك الأهلي المصري - الأول	مفتوح - متوازن	31.24%	22.98	0.009586597
	بنك كريدي أكرىكول مصر - الأول	مفتوح - أسهم	35.03%	26.77	0.009645125
	بنك الإسكندرية - الأول	مفتوح - أسهم	47.31%	30.64	0.012434726
	بنك مصر - الثاني	مفتوح - أسهم	10.08%	16.62	0.000523466
	بنك القاهرة	مفتوح - أسهم	93.85%	33.76	0.02507109
	صندوق استثمار شيلد	مفتوح - أسهم	27.91%	38.88	0.004809671
	اورينت تراست	مغلق	5.26%	2.77	-0.014259928
	مصر لصندوق الاستثمار المباشر	مغلق	1.39%	2.7	-0.028962963
	المجموعة العربية المصرية للتأمين	تحديد الأصول	13.77%	27.44	0.001661808
	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الأول	تحديد الأصول	52.46%	67.53	0.006404561
إقليم	بنك مصر - الأول	مفتوح - متوازن	9.37%	10.24	0.00015625
	البنك الأهلي المصري - الثاني	مفتوح - متوازن	9.27%	12.37	4.85044E-05
	البنك المصري لتنمية الصادرات (الخبير)	مفتوح - متوازن	4.77%	45.37	-0.00097862
	صندوق الرابع	مفتوح - دخل	8.99%	1.88	-0.001170213
	بنك كريدي أكرىكول مصر - الثالث	مفتوح - دخل	10.04%	8.01	0.001036205
	العقاري العربي المباشر	مغلق	0.90%	7.93	-0.010479193
إقليم	بنك قناة السويس	مفتوح - متوازن	0.42%	20.07	-0.004379671
	بنك كريدي أكرىكول مصر - الثاني	مفتوح - أسهم	15.74%	27.94	0.002337151
	البنك المصري الخليجي	مفتوح - أسهم	46.92%	36.65	0.010289222
	بنك مصر - الثالث	مفتوح - أسهم	59.54%	34.96	0.014396453
	بنك مصر إيران للتنمية - الأول	مفتوح - أسهم	67.85%	31.83	0.018422872
	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الثاني	تحديد الأصول	35.49%	22.77	0.011541502
	عائد محفظة السوق		78.27%	62.14	0.011113614

المصدر: الجدول من إعداد الباحث وذلك بالاعتماد على بيانات مأخوذة من الكتاب السنوي للبورصة المصرية للأوراق المالية لمجموعة من

السنوات.

من الجدول رقم (٣١) نجد ما يلي :

١. بالنسبة لصناديق النمو الرأسمالي العشر محل الدراسة ، نجد أنّ أداء ثمازية منها كان أضعف من أداء محفظة السوق ووحدهما صندوق بنك الإسكندرية الأول و صندوق بنك القاهرة حققا أداء أفضل من أداء محفظة السوق.

٢. بالعودة للجدول رقم ٣٢ نجد أنّ معدل العائد الذي حققه صندوق بنك الإسكندرية الأول أقل من عائد محفظة السوق ، إلا أنّ أدائه كان أفضل - بحسب الجدول السابق - ويعود السبب إلى أنّ المخاطر التي تعرض لها عائد الصندوق أقل من المخاطر التي تعرض لها عائد محفظة السوق.

٣. حقق صندوق بنك الشركة العربية المصرفية الدولية الأول معدلاً عائداً أفضل من العائد الذي حققه بنك الإسكندرية الأول ، ومع ذلك فإنّ أدائه كان أضعف ، ويعود السبب في ذلك إلى أنّ صندوق بنك الشركة العربية المصرفية الدولية الأول تعرض لعدد أكبر من وحدات المخاطر بالنسبة لكل وحدة واحدة من العوائد مقارنةً بصندوق بنك الإسكندرية الأول.

٤. بالنسبة لقيمة مؤشر شارب السالبة ، فإنها تدلّ على أنّ متوسط معدل العائد السنوي للصندوق أقل من معدل الاستثمار الخالي من المخاطر.

٥. بالرغم من أنّ بعض الصناديق تعرضت لمخاطر قليلة جداً مقارنةً بعائد محفظة السوق ، فإنها لم تحقق أداءً أفضل ويعود ذلك إلى الضعف الكبير في متوسط معدل العائد السنوي لهذه الصناديق.

٦. حققت صناديق العائد أضعف أداء بين فئات الصناديق الأخرى حيث لم ينجح أيّ منها في تجاوز أداء محفظة السوق ، بالإضافة إلى أنّها جميعاً حققت نتائج سلبية بالنسبة لقيمة مؤشر شارب.

٧. بالنسبة لصناديق (العائد - النمو) محل الدراسة فنجد أنّ معظمها حقق نتائج إيجابية ونصفها تجاوز في أدائه أداء محفظة السوق.

ثانياً: تحليل أداء الصناديق باستخدام مؤشر ترينور:

الجدول رقم (٣٢) مقارنة أداء صناديق الاستثمار باستخدام مؤشر ترينور

مؤشر ترينور	Beta	متوسط العائد السنوي	نوع الصندوق	اسم الصندوق	هدف الصندوق
0.6479	0.34	31.24%	مفتوح - متوازن	البنك الأهلي المصري - الأول	نمو رأسمالي
0.6621	0.39	35.03%	مفتوح - أسهم	بنك كريدي أكريكول مصر - الأول	
0.7938	0.48	47.31%	مفتوح - أسهم	بنك الإسكندرية - الأول	
0.0725	0.12	10.08%	مفتوح - أسهم	بنك مصر - الثاني	
1.6277	0.52	93.85%	مفتوح - أسهم	بنك القاهرة	
0.3596	0.52	27.91%	مفتوح - أسهم	صندوق استثمار شيلد	
-3.95	0.01	5.26%	مغلق	اورينت تراست	
-1.955	0.04	1.39%	مغلق	مصر لصندوق الاستثمار المباشر	
0.1754	0.26	13.77%	تحديد الأصول	المجموعة العربية المصرية للتأمين	
0.5691	0.76	52.46%	تحديد الأصول	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الأول	عائد
0.0229	0.07	9.37%	مفتوح - متوازن	بنك مصر - الأول	
0.004	0.15	9.27%	مفتوح - متوازن	البنك الأهلي المصري - الثاني	
-0.082	0.54	4.77%	مفتوح - متوازن	البنك المصري لتنمية الصادرات (الخبير)	
-0.22	0.01	8.99%	مفتوح - دخل	صندوق الرابع	
0.1383	0.06	10.04%	مفتوح - دخل	بنك كريدي أكريكول مصر - الثالث	
-0.755	0.11	0.90%	مغلق	العقاري العربي المباشر	عائد - نمو
-0.676	0.13	0.42%	مفتوح - متوازن	بنك قناة السويس	
0.5442	0.12	15.74%	مفتوح - أسهم	بنك كريدي أكريكول مصر - الثاني	
0.7252	0.52	46.92%	مفتوح - أسهم	البنك المصري الخليجي	
0.9679	0.52	59.54%	مفتوح - أسهم	بنك مصر - الثالث	
1.2748	0.46	67.85%	مفتوح - أسهم	بنك مصر إيران للتنمية - الأول	
0.876	0.3	35.49%	تحديد الأصول	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الثاني	
0.6906	1	78.27%	عائد محفظة السوق		

المصدر: الجدول من إعداد الباحث وذلك بالاعتماد على بيانات مأخوذة من الكتاب السنوي للبورصة المصرية للأوراق المالية لمجموعة من السنوات.

من الجدول رقم (٣٢) نجد ما يلي:

١. بالنسبة لصناديق النمو الرأسمالي، فإننا نجد أنه كما في حالة مؤشر شارب، فإن صندوق بنك الإسكندرية الأول و صندوق بنك القاهرة حققا أداءً أفضل من أداء محفظة

السوق.

٢. نلاحظ أنَّ التشابه كبير بين النتائج التي حصلنا عليها من خلال مقياس شارب وتلك التي حصلنا عليها باستخدام مقياس ترينور، ويرى الباحث أنَّ السبب في ذلك يعود إلى انخفاض مستوى التنوع، والذي سبق أنَّ أشرنا إليه عند تحليلنا لمستوى التنوع في صناديق الاستثمار.

نتيجةً لما تقدم فإننا نجد أنَّ صناديق الاستثمار العاملة في مصر تتميز بـ:

١. إن مخاطر الإفلاس والاحتيايل التي تتعرض لها صناديق الاستثمار تكون محدودة، عند مقارنتها بالمخاطر المماثلة التي تتعرض لها الشركات، وذلك نتيجةً لقيام شركات متخصصة بإدارتها، كما أنَّ المشاكل المالية التي تتعرض لها شركة الإدارة لا تنسحب على مالكي الصندوق، لكون الصندوق كياناً مستقلاً عن شركة الإدارة.

٢. إن وجود صناديق استثمار محلية يسهم في الحد من تهريب المدخرات الوطنية واستثمارها خارج البلاد.

٣. تُعدُّ صناديق الاستثمار أداة تحفيز وتشجيع لصغار المستثمرين المذنين يخشون من مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

٤. إن إدارة الصناديق بأسلوب الحجم الكبير للمحافظ يؤدي إلى عمولات أقل نسبياً من تلك التي تترتب على العمليات التي يقوم بها الأفراد، فالصندوق الذي يشتري ١٠٠٠٠ سهم في عملية واحدة لن يدفع العمولة نفسها التي سوف يدفعها الفرد عند شراء ١٠٠ سهم فقط.

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

٦. تحقق عوائد أفضل بالمقارنة مع فوائد البنوك، حيث إنَّها تحتوي على العوائد الموزعة على الأسهم والسندات المكونة منها محفظة الصندوق بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية المحققة نتيجة للفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية لها.

٧. تقوم بالإسهام في إتمام عمليات الخصخصة، وخاصة في الدول النامية وآخذة في النمو حيث لا يتوافر لدى القطاع الخاص فيها السيولة اللازمة ليقوم بشراء شركات القطاع العام لضخامة حجم تلك الشركات، مما يؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة، ومن ثم فإن اصطلاح صناديق الاستثمار بتلك العملية سواء في السوق الأولي أو السوق الثانوي يعمل على خلق طلب على أسهم تلك الشركات المطروحة للبيع وسنداتهما من خلال محافظهما الاستثمارية؛ أي تمثل الصناديق الجانب الرئيس من الطلب على الأوراق المالية المطروحة من تلك الشركات، مثلما حدث في مصر حيث كانت تمثل عنصر الطلب الرئيسي على شراء أسهم الخصخصة.

أهمية صناديق الاستثمار في التأثير على نوعية الاستثمارات:

تؤدي صناديق الاستثمار دورها في تشجيع الاستثمار في قطاع معين من خلال ما يلي:

تُعَدُّ صناديق الاستثمار جزءاً مهماً في الاستثمار، وذلك لأنها تتيح فرصة تجميع الأموال من المدخرين غير القادرين على الاستثمار والراغبين فيه، إما لعدم وجود الخبرة اللازمة لديهم، أو لعدم وجود الوقت الكافي لديهم لمتابعة أخبار أسواق المال، ومع زيادة حجم صناديق الاستثمار وعددها ومع زيادة عدد الوثائق المتداولة تطرحها في البورصة، يمكن أن تقوم الصناديق بتركيز استثماراتها في أسهم تتبع شركة معينة، أو قطاع معين، أو صناعة معينة، أو نحو قطاع خدمي، وكلما زاد توجه صناديق الاستثمار نحو صناعة معينة أو قطاع معين من خلال شراء أسهم هذا القطاع، أو الصناعة، ازداد مركز هذه الصناعة، أو القطاع في السوق ككل، الأمر الذي ينتج عنه إنشاء شركات جديدة تنتمي لذلك القطاع أو الصناعة، وإنشاء هذه الشركات يُعمِّق الثقة بشكل أكبر في هذا القطاع. وقد تلجأ صناديق الاستثمار إلى شراء الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية المتداولة تصدرها شركات تتبع للقطاع المرغوب تحفيزه؛ أي تلعب صناديق الاستثمار دور الممول لهذه الشركات، وبتكلفة أقل من تكلفة الاقتراض من البنوك، ودون زيادة نسبة المديونية في رأس مال الشركة.

الفصل الثالث .المبحث الثاني

دور صناديق الاستثمار في رفع معدل الاستثمار في سوق الأوراق المالية في مصر

يهدف هذا المبحث إلى التعرف على الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في مصر ومدى إسهامها في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية، وتحديد العوامل الأكثر تأثيراً في نشاط سوق الأوراق المالية، وتحديد مؤشرات السوق الأشد تأثراً. ومن أجل ذلك اختار الباحث مجموعة من المتغيرات المستقلة والتابعة، ومجموعة من المناهج الإحصائية لتحليل العلاقة بين هذه المتغيرات.

متغيرات الدراسة:

تشمل الدراسة على متغيرات مستقلة ومتغيرات تابعة، أما المتغيرات المستقلة فهي المتغيرات الخاصة بصناديق الاستثمار العاملة في مصر، وأما المتغيرات التابعة فهي المتغيرات المتعلقة بمؤشرات سوق الأوراق المالية المصرية.

أولاً: المتغيرات المستقلة: وهي المتغيرات المتعلقة بصناديق الاستثمار والتي تؤثر في أداء سوق الأوراق المالية المصرية، وسنرمز للمتغيرات المستقلة بالرمز X_n :

- عدد الصناديق العاملة في مصر في كل عام من أعوام الدراسة وسنرمز لها بالرمز X_1 .

- حجم الصناديق مجتمعة في كل عام من أعوام الدراسة، وسنرمز له بالرمز X_2 .

ثانياً: المتغيرات التابعة: وهي المتغيرات المتعلقة بأداء سوق الأوراق المالية المصرية وسنرمز للمتغيرات التابعة بالرمز Y_n :

- رأس المال السوقي: نرمز له بالرمز Y_1 ، ويعبر عن القيمة السوقية للأ سهم المدرجة في البورصة في كل عام من أعوام الدراسة.

- عدد الشركات المقيدة بالبورصة: نرمز لها بالرمز Y_2 ، ويُعبر عن عدد الشركات المقيدة في السوق في كل عام من أعوام الدراسة.
 - عدد الشركات المتداولة بالبورصة: نرمز لها بالرمز Y_3 ، ويُعبر عن عدد الشركات المقيدة في السوق التي يتم تداول أسهمها وذلك في كل عام من أعوام الدراسة، حيث أن هناك عدداً من الشركات مقيدة في البورصة من دون أن يكون هناك تداول لأسهمها.
 - قيمة التداول: نرمز له بالرمز Y_4 ، ويعبر عن حجم الصفقات المبرمة في كل عام من أعوام الدراسة.
 - معدل دوران السهم: نرمز له بالرمز Y_5 ، ويعبر عن قيمة تداول الأسهم المقيدة على رأس المال السوقي في نهاية كل عام من أعوام الدراسة.
- وقد اختار الباحث هذه المؤشرات نظراً لأهميتها في الحكم على أداء سوق الأوراق المالية ودرجة نشاط الاستثمار فيها.

الفترة الزمنية: تغطي الدراسة الفترة الزمنية بين عامي ٢٠٠٢ و ٢٠٠٨.

المنهج الإحصائي المتبع في الدراسة التطبيقية:

أولاً: الارتباط البسيط: من خلال معامل ارتباط بيرسون، حيث يتم تحليل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة، وذلك من ناحية متانة الارتباط واتجاهه؛ ويتصف معامل ارتباط بيرسون بما يلي:

١. تتراوح قيمة معامل ارتباط بيرسون بين -١ و +١ أي $-1 < R_{xy} < 1$.

٢. إن إشارة معامل الارتباط تدل على اتجاه العلاقة بين المتحولين، فالإشارة السالبة تعني علاقة عكسية بين المتغيرين المدروسين، والإشارة الموجبة تعني العلاقة طردية بينهما.

٣. القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تدل على قوة العلاقة بين المتغيرين، فكلما اقتربت القيمة المطلقة لمعامل الارتباط من الواحد دلّ ذلك على قوة العلاقة بين المتغيرين، وكلما اقتربت من الصفر دلّ ذلك على ضعف العلاقة بينهما. وتوصف قوة العلاقة كما يلي:

- إذا كانت القيمة المطلقة لمعامل الارتباط $0,9 < R_{xy} < 1$ فإن العلاقة بين المتحولين تكون قوية جداً.

- إذا كانت القيمة المطلقة لمعامل الارتباط $0,9 < R_{xy} < 0,8$ فإن العلاقة بين المتحولين تكون قوية فقط.

- إذا كانت القيمة المطلقة لمعامل الارتباط $0,8 < R_{xy} < 0,5$ فإن العلاقة بين المتحولين تكون متوسطة.

- إذا كانت القيمة المطلقة لمعامل الارتباط $0,5 < R_{xy} < 0$ فإن العلاقة بين المتحولين تكون ضعيفة.

- إذا كانت القيمة المطلقة لمعامل الارتباط $R_{xy}=0$ فلا يوجد ارتباط بين المتحولين.

٤. اختبار المعنوية الإحصائية: Testing of Statistical Significance نقوم باختبار الفرض القائل: إن معامل الارتباط يساوي الصفر، وذلك في مقابل الفرض البديل القائل: إن قيمة معامل الارتباط لا تساوي الصفر، ونقوم بالحكم على مستوى المعنوية من خلال البرنامج الإحصائي SPSS ، فإذا كان مستوى المعنوية $0,05$ أو أقل، دل ذلك على ارتباط معنوي بين المتغيرين، أما إذا كان أكبر من الصفر، فلا يوجد ارتباط معنوي.

ثانياً: الانحدار البسيط: وذلك لمعرفة تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة على حدة على المتغير التابع، وذلك من خلال مجموعة من المعادلات، والتي تأخذ الأشكال التالية^١:

١. معادلة الخط المستقيم Straight Line:

$$Y = a_0 + a_1 X$$

٢. قطع مكافئ أو علاقة من الدرجة الثانية Quadratic Relationship:

$$Y = a + bX + cX^2$$

٣. علاقة من الدرجة الثالثة Cubic Relationship:

$$Y = a + bX + cX^2 + dX^3$$

^١ يُنظر:

- العتوم، شفيق - العارودي، فتحي . ٢٠٠٠ . الأساليب الإحصائية . دار المناهج . عمان . الأردن . ص ٢٦٦، ٢٦٥ .
- مينيك، إدوارد . كورزيجا، زورينا . ٢٠٠٦ . الإحصاء في الإدارة مع التطبيق على الحاسب الآلي . ترجمة سرور علي إبراهيم سرور . دار المريخ . الرياض . ص ٦٦٥ .
- العلمي، إبراهيم . ٢٠٠٣ . مبادئ علم الإحصاء . جامعة تشرين . من ص ٢٤٤ إلى ص ٢٦٦ .

٤. علاقة Exponent :

$$\ln Y = \ln b_0 + b_1 * X$$

٥. قطع زائد Hyperbola Relationship :

$$Y = \frac{1}{aX + b}$$

٦. معادلة لوغاريتمية Logarithmic :

$$Y = b_0 + b_1 * \ln X$$

٧. معادلة Growth :

$$\ln Y = b_0 + b_1 X$$

٨. معادلة Power :

$$\ln Y = \ln b_0 + b_1 * \ln X$$

٩. معادلة Compound :

$$\ln Y = \ln b_0 + \ln b_1 * X$$

١٠. معادلة S :

$$\ln Y = b_0 + b_1 / X$$

وتتم المفاضلة بين هذه الأنواع السابقة من المعادلات من خلال التحليل الإحصائي واختبار F^1 ، وقيمة الخطأ المعياري المرتكب^٢، واختبار T وقيمة Residuals^٣، وقيمة معامل التحديد عند كل نوع من المعادلات السابقة، حيث إن قيمة معامل التحديد تبين لنا مقدار التغير في المتغير التابع الناتج عن التغير في المتغير المستقل^٤، وأيضاً يجب إجراء

^١ تمثل F مجموع مربعات انحرافات قيم المتحول التابع عن القيم النظرية أي $F = \sum_{i=1}^n (y_i - \tilde{y}_i)^2$ ، وحتى تكون المعادلة ملائمة للعلاقة الرياضية بين x و y يجب أن تكون قيمة F اصغر ما يمكن. أنظر:

• العلي، إبراهيم. ٢٠٠٣. مبادئ علم الإحصاء. جامعة تشرين. ص ٢٤٢.

• العلي، إبراهيم. العكروش، محمد. ٢٠٠٥. الإحصاء التطبيقي. جامعة تشرين. ص ٤٨٥.

^٢ يُسمى الخطأ المعياري بخطأ التمثيل. أنظر: العلي، إبراهيم. ٢٠٠٣. مبادئ علم الإحصاء. جامعة تشرين. من ص ٢٦٦ إلى ص ٢٨٣.

^٣ هو أحد الوسائل الهامة للتأكد من جودة توفيق خط المنحنيات ويجب أن تتراوح قيمته بين $+3$ و -3 . انظر: عاشور، سمير كامل. سالم، سامية أبو الفتوح.

^٤ ١٩٩٣. العرض والتحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS. جامعة القاهرة. مصر. ص ١٨٠، ١٨١.

^٤ يستخدم معامل التحديد لتقييم مدى جودة توفيق خط الانحدار، وبين لنا معامل التحديد النسبة من التباين الكلي التي تم تفسيرها وبين معامل عدم التحديد -1 R^2 ذلك الجزء المتبقي من التباين الكلي الذي لم نستطع تفسيره. العلي، إبراهيم. العكروش، محمد. ٢٠٠٥. الإحصاء التطبيقي. جامعة تشرين. ص ٥٠١.

اختبار لمعنوية معاملات الانحدار، وذلك من خلال وجود فرضيتين فرضية العدم $H_0: \beta = 0$ (عدم معنوية معاملات الانحدار)، والفرضية البديلة $H_1: \beta \neq 0$ (معنوية معاملات الانحدار) وفي حال تبين لنا بعد التحليل الإحصائي أن قيمة الاحتمال P value = Sig T لكل معلم من معالم المعادلة (الثابت والميل) أصغر من $\alpha = 0.05$ فإننا نرفض الفرضية الابتدائية التي تقول بعدم معنوية هذه المعالم، ونقول إن لهذه المعالم قيمة معنوية إحصائية، وذلك باحتمال ثقة أكبر من ٩٥٪.

كذلك يجب أن تكون المعادلة متوافقة مع القيم الفعلية، ومع التصورات الاقتصادية، كأن تكون إشارة أحد الثوابت موجبة، مما يؤدي لأن يكون اتجاه تغير المؤشر Y يماثل اتجاه تغير X سواء بالتزايد أو بالتناقص.^١

من أهم استخدامات هذه الوسيلة من وسائل التحليل الإحصائي، هو تقدير معالم نموذج الانحدار من المعلومات العينية sample Information فإذا كانت X تُعبر عن تكاليف الإعلان لسلعة معينة، وكانت Y تُعبر عن حجم مبيعات هذه السلعة، فإن ميل خط الانحدار يرمز إلى متوسط التغير في حجم المبيعات عند زيادة تكاليف الإعلان بمقدار وحدة واحدة.

أما الاستخدام الثاني لخط الانحدار، فهو تقدير قيمة المتغير التابع عند مستوى معين للمتغير المستقل. فقد يريد مدير الإنتاج في مصنع معين معرفة متوسط ساعات العمل و عددها اللازم لإنتاج عدد معين من السلع.

أما الاستخدام الثالث لخطوط الانحدار، فهو التنبؤ Forecasting بقيمة المتغير التابع إذا علمت قيمة المتغير المستقل، فإذا فرضنا أن مبيعات مضافة المبتزول من البنزين تتبع نموذجاً معيناً، على اعتبار أن الزمن هو المتغير المستقل، فإننا نستطيع التنبؤ بحجم المبيعات من هذه المادة في عام ٢٠١٠.

١ كمثال على ذلك لنفرض أننا أمام تمثيل علاقة الكمية المعروضة في السوق من سلعة معينة بسعر هذه السلعة، فإذا كانت إشارة ميل المعادلة موجبة فإن ذلك يتوافق مع التصورات الاقتصادية، أما إذا كانت إشارة الميل سالبة فإن زيادة السعر ستؤدي إلى انخفاض الكمية المعروضة، وهذا مخالف للقوانين الاقتصادية المعروفة والسائدة. الرفاعي، عبد الهادي. ٢٠٠٥. الارتباط والسلاسل الزمنية. جامعة تشرين. اللاذقية. سوريا. ص. ١٤٧-١٤٨.

ثالثاً: الانحدار المتعدد: وذلك لمعرفة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع ،
وذلك عند إدخال المتغيرات المستقلة مع المتغير التابع ضمن نموذج إحصائي واحد.

الجدول رقم (٣٣) بيانات صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية المصرية

	العام	المتغيرات المستقلة (صناديق الاستثمار)		المتغيرات التابعة (مؤشرات أداء سوق رأس المال)			
		عدد الصناديق	إجمالي حجم الصناديق (مليون جنيه)	رأس المال السوقي (مليار جنيه)	عدد الشركات المقيدة	عدد الشركات المتداولة	قيمة التداول (مليار جنيه)
		X ₁	X ₂	Y ₁	Y ₂	Y ₃	Y ₄
١	٢٠٠٢	٢٠	٠٠	١٢٢	١١٥١	٦٧١	٣٤,٢
٢	٢٠٠٣	٢٢	٣٨٨٩	١٧٢	٩٧	٥٤٠	٢٧,٨
٣	٢٠٠٤	٢٢	٣٨٨٩	٢٣٤	٧٩٥	٥٠٣	٤٢,٣
٤	٢٠٠٥	٢٦	٥٦٢٤	٤٥٦	٧٤٤	٤٤١	١٦٠,٦
٥	٢٠٠٦	٣٥	٧٢٥٣	٥٣٤	٥٩٥	٤٠٧	٢٨٧
٦	٢٠٠٧	٣٧	٧٤٥٤	٧٦٨	٤٣٥	٣٣٧	٣٦٣
٧	٢٠٠٨	٤٠	٧٨٥٤	٤٧٤	٣٧٣	٣٢٠	٥٣٠

المصدر: الكتاب السنوي للبورصة المصرية لمجموعة من السنوات

أولاً: تحليل الارتباط البسيط:

عند حسابنا لقيم معامل الارتباط البسيط بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة باستخدام البرنامج SPSS توصلنا للنتائج الآتية:

الجدول رقم (٣٤) حساب معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة (صناديق الاستثمار) والمتغيرات التابعة (سوق الأوراق المالية المصرية)

Sig.	Correlation	N	
.017	.845	7	X1 & Y1
.348	-.420	7	X1 & Y2
.004	-.911	7	X1 & Y3
.000	.975	7	X1 & Y4
.002	.942	7	X1 & Y5
.031	.853	6	X2 & Y1
.952	-.032	6	X2 & Y2
.002	-.959	6	X2 & Y3
.004	.949	6	X2 & Y4
.009	.921	6	X2 & Y5

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

الجدول رقم (٣٥) معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة (صناديق الاستثمار) والمتغيرات التابعة (سوق الأوراق المالية المصرية)

Y5		Y4		Y3		Y2		Y1		المتغيرات
معامل الارتباط	معنوية الارتباط	معامل الارتباط	معنوية الارتباط	معامل الارتباط	معنوية الارتباط	معامل الارتباط	معنوية الارتباط	معامل الارتباط	معنوية الارتباط	
معنوي (٠,٠٠٢)	٠,٩٤٢	معنوي (٠,٠٠)	٠,٩٧٥	معنوي (٠,٠٠٤)	-٠,٩١١	غير معنوي	-٠,٤٢	معنوي (٠,٠١٧)	٠,٨٤٥	X1
معنوي (٠,٠٠٩)	٠,٩٢١	معنوي (٠,٠٠٤)	٠,٩٤٩	معنوي (٠,٠٠٢)	-٠,٩٥٩	غير معنوي	-٠,٣٢	معنوي (٠,٠٣١)	٠,٨٥٣	X2

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

من الجدول السابق فإن الباحث يجد ما يلي:

بخصوص المتغير المستقل X_1 :

وجود علاقة ارتباط معنوية قوية طردية بين المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) والمتغير التابع Y_1 (رأس المال السوقي).

وجود علاقة ارتباط قوية جداً معنوية عكسية بين المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) والمتغير التابع Y_3 (عدد الشركات المتداولة).

وجود علاقة ارتباط قوية جداً معنوية طردية بين المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) والمتغير التابع Y_4 (قيمة التداول) والمتغير التابع Y_5 (معدل دوران السهم).

✚ عدم وجود علاقة ارتباط معنوي بين المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) و المتغير التابع Y_2 (الشركات المقيدة في البورصة).

بخصوص المتغير المستقل X_2 :

✚ وجود علاقة ارتباط معنوية قوية جداً طردية بين المتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم الصناديق) والمتغير التابع Y_4 (قيمة التداول) والمتغير التابع Y_5 (معدل دوران السهم).

✚ وجود علاقة ارتباط معنوية قوية جداً عكسية بين المتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم الصناديق) والمتغير التابع Y_3 (عدد الشركات المتداولة).

✚ وجود علاقة ارتباط معنوي قوية بين المتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم الصناديق) والمتغير التابع Y_1 (رأس المال السوقي).

✚ عدم وجود علاقة ارتباط معنوي بين المتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم الصناديق) والمتغير التابع Y_2 (الشركات المقيدة في البورصة).

ثانياً: تحليل الانحدار البسيط:

١ - أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y_1 (رأس المال السوقي):
من نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS تبين للباحث أن المعادلة Growth تحقق أفضل تمثيل للعلاقة بين X_1 و Y_1 . وباستخدام البرنامج السابق نحصل على معلمات النموذج ويكون للمعادلة الشكل الآتي:

$$\ln Y = 3.78459 + 0.069914X$$

ولدينا $F = 13.969$ بمستوى معنوية ٠.١٢٥.

أما قيمة معامل التحديد $R \text{ Square} = 73.642\%$

وقيمة $\text{Residuals} = 0.1430565$

والخطأ المعياري المرتكب $\text{Standard Error} = 0.37823$

والخطأ المعياري المرتكب في حساب ميل المعادلة $\text{SE B} = 0.018705$

أما قيمة T بالنسبة لثابت المعادلة 6.788 بمستوى معنوية ثابت ٠.٠٠١١ أما بالنسبة

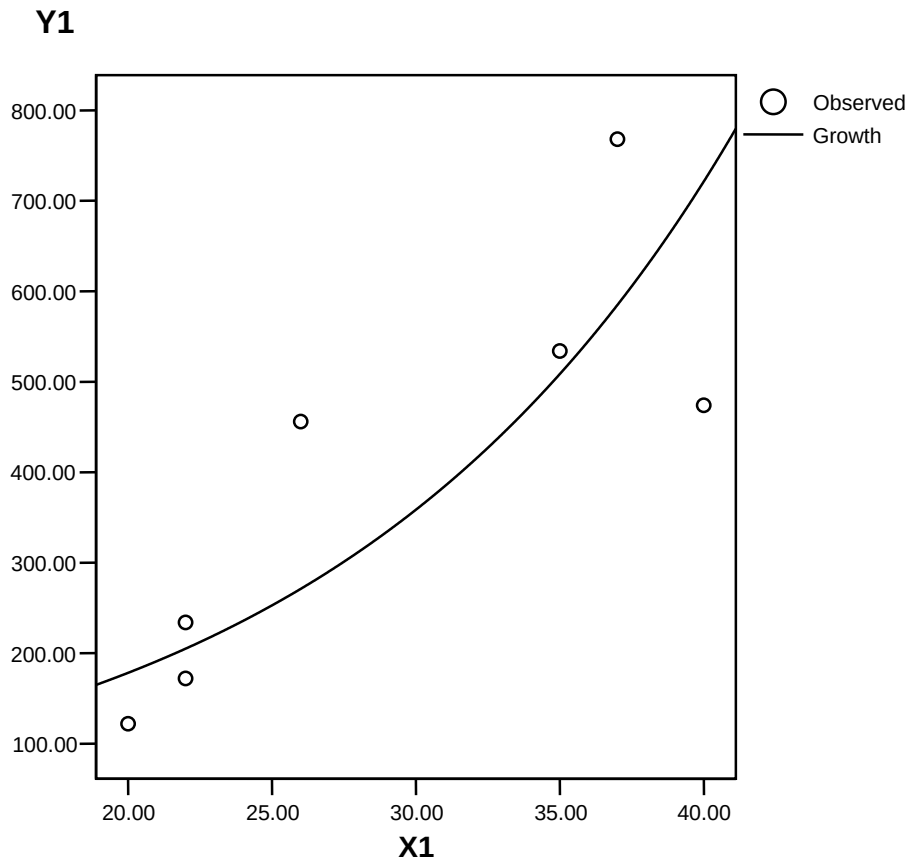
لميل المعادلة $T = 3.378$ ، وبمستوى معنوية ٠.٠١٢٥ وبما أن مستوى المعنوية لكل معلم

من معالم المعادلة أصغر من $\alpha = 0.05$ فإننا نرفض الفرضية الابتدائية التي تقول بعدم معنوية هذه المعالم، ونقول إن لهذه المعالم قيمة معنوية إحصائية، وذلك باحتمال ثقة أكبر من ٩٥٪.

أما مجال الثقة لميل المعادلة $I_{\beta} = [0.6511 \leq \beta \leq 0.7472]$

التفسير: بلغت قيمة معامل التحديد 73.642% الأمر الذي يدلنا على أن $73,6\%$ من المتغيرات الحاصلة في المتغير التابع (رأس المال السوقي) تعود للمتغيرات الحاصلة في المتغير المستقل (عدد الصناديق العاملة) و $26,4\%$ من التغيرات الحاصلة في رأس المال السوقي تعود إلى العوامل العشوائية.

وقيمة $Residuals=0.1430565$ تدلنا على قدرة النموذج وصلاحيته للتنبؤ. ومن معادلة خط الانحدار، نجد أنه بزيادة عدد الصناديق العاملة في مصر بمقدار صندوق واحد، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة في رأس المال السوقي لسوق الأوراق المالية المصرية بمقدار $٠,٠٦٩٩١٤$ مليار جنيه مصري. الأمر الذي يعني برأي الباحث أن زيادة عدد صناديق الاستثمار يؤدي إلى تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية. والرسم التالي يبين شكل العلاقة بين المتغيرين:



الشكل رقم (١٠) أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y_1 (رأس المال السوقى)

٢ - أثر المتغير المستقل X_2 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y_1 (رأس المال السوقى): من نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS تبين للباحث أن المعادلة Growth تحقق أفضل تمثيل للعلاقة بين X_2 و Y_1 . وباستخدام البرنامج السابق نحصل على معلمات النموذج ويكون للمعادلة الشكل الآتي:

$$\ln Y = 4.3052 + 0.000277X$$

ولدينا $F = 16.28067$ بمستوى معنوية 0.01

أما قيمة معامل التحديد $R \text{ Square} = 80.277\%$

وقيمة $\text{Residuals} = 0.0765038$

والخطأ المعياري المرتكب $\text{Standard Error} = 0.27659$

أما قيمة T بالنسبة لثابت المعادلة 10.073 بمستوى معنوية ثابت 0.0005 أما بالنسبة لميل المعادلة $T=2,035$ ، وبمستوى معنوية 0,0157، وبما أن مستوى المعنوية لكل معلم من معالم المعادلة أصغر من $\alpha = 0.05$ فإننا نرفض الفرضية الابتدائية التي تقول بعدم معنوية هذه المعالم، ونقول إن لهذه المعالم قيمة معنوية إحصائياً، وذلك باحتمال ثقة أكبر من 95%.

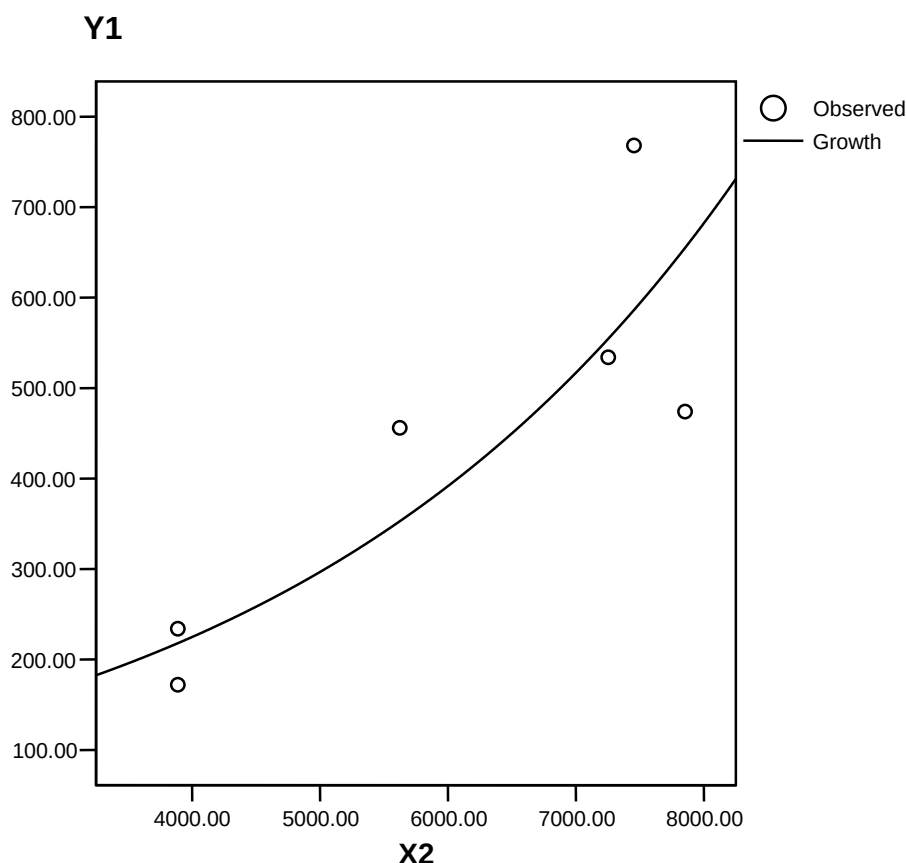
أما مجال الثقة لميل المعادلة $I_{\beta} = [0.0001 \leq \beta \leq 0.0004]$

التفسير: بلغت قيمة معامل التحديد $0,277$ ، 80% الأثر الذي يدلنا على أن $80,3\%$ من المتغيرات الحاصلة في المتغير التابع (رأس المال السوقي) تعود للمتغيرات الحاصلة في المتغير المستقل (إجمالي حجم الصناديق العاملة) و $19,7\%$ من المتغيرات الحاصلة في رأس المال السوقي تعود إلى العوامل العشوائية.

وقيمة Residuals تدلنا على قدرة النموذج وصلاحيته للتنبؤ.

ومن معادلة خط الانحدار، نجد أنه بزيادة إجمالي حجم الصناديق العاملة في مصر بمقدار مليون جنيه فإن ذلك يؤدي إلى زيادة في رأس المال السوقي لسوق الأوراق المالية المصرية بمقدار $0,000277$ مليار جنيه مصري.

والرسم التالي يبين شكل العلاقة بين المتغيرين:



الشكل رقم (١١) أثر المتغير المستقل X_2 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y_1 (رأس المال السوقي)

٣ - أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y_2 (عدد الشركات

المقيدة): من نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS تبين للباحث عدم وجود أي معادلة تحقق تمثيلاً معنوياً للعلاقة بين X_1 و Y_2 ، إذ إن أكبر قيمة سجلها معامل التحديد بلغت ١٩,٣٪ وهي نسبة تدل على ضعف القدرة التفسيرية للذماذج، ولم يتم تسجيل أي قيمة معنوية لـ F .

٤ - أثر المتغير المستقل X_2 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y_2 (عدد الشركات

المقيدة): من نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS تبين للباحث عدم وجود أي معادلة تحقق تمثيلاً معنوياً للعلاقة بين X_2 و Y_2 ، حيث إن أكبر قيمة سجلها معامل

التحديد بلغت ٢٦٪ وهي نسبة تدل على ضعف القدرة التفسيرية للنماذج، بالإضافة إلى أنه لم تُسجل أي قيمة معنوية لـ F وقيمة Residuals تجاوزت الحدود المسموحة.

٥ - أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y_3 (عدد الشركات المتداولة): من نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS تبين للباحث أن المعادلة Compound تحقق أفضل تمثيل للعلاقة بين X_1 و Y_3 . وباستخدام البرنامج السابق نحصل على معاملات النموذج ويكون للمعادلة الشكل الآتي:

$$\ln Y = \ln 1060.712477 + \ln 0.970477 * X$$

$$\ln Y = 6.9666 - 0.029967X$$

ولدينا $F=38.98232$ بمستوى معنوية 0.0015

أما قيمة معامل التحديد $R\text{ Square} = 88.632\%$

وقيمة Residuals=0.00943845

والخطأ المعياري المرتكب Standard Error=0.09715

أما قيمة T بالنسبة لثابت المعادلة 6.972 بمستوى معنوية 0.009 أما بالنسبة لميل المعادلة $T=208.130$ وبمستوى معنوية 0.0000 وبما أن مستوى المعنوية لكل معلم من معالم المعادلة أصغر من $\alpha = 0.05$ فإننا نرفض الفرضية الابتدائية التي تقول بعدم معنوية هذه المعالم، ونقول إن لهذه المعالم قيمة معنوية إحصائية، وذلك باحتمال ثقة أكبر من ٩٥٪.

أما مجال الثقة لميل المعادلة:

$$I_{\beta} = [\ln 0.9585 \leq \beta \leq \ln 0.9825]$$

$$I_{\beta} = [-0.4238 \leq \beta \leq -0.017654]$$

التفسير: بلغت قيمة معامل التحديد 88.632% الأثر المزدوج الذي يدلنا على أن

88.6% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (عدد الشركات المتداولة) تعود للمتغيرات

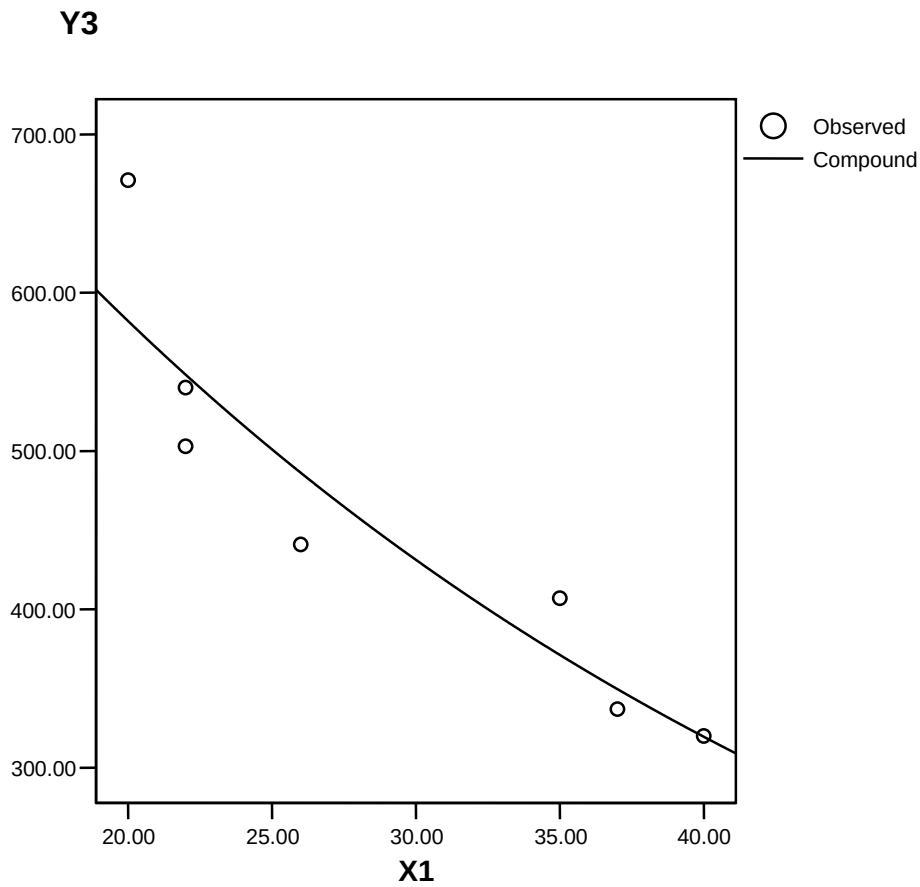
الحاصلة في المتغير المستقل (عدد الصناديق) و ١١,٤٪ من المتغيرات الحاصلة في عدد

الشركات المتداولة تعود إلى العوامل العشوائية.

وقيمة Residuals تدلنا على صلاحية النموذج للتنبؤ.

ومن معادلة خط الانحدار، نجد أنه بزيادة عدد الصناديق العاملة في مصر بمقدار صندوق واحد، فإن ذلك يؤدي إلى تراجع في عدد الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية المصرية بمقدار ٠,٠٢٩٩٦٧ شركة. ويرى الباحث أن تناقص عدد الشركات المتداولة يعود إلى التشدد من قبل إدارة البورصة في شروط الإدراج، الأمر الذي يسمح للشركات القوية بالتسجيل وإدراج أسهمها.

والرسم التالي يبين شكل العلاقة بين المتغيرين:



الشكل رقم (١٢) أثر المتغير المستقل X1 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y3 (عدد الشركات المتداولة)

٦- أثر المتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم الصناديق) في المتغير التابع Y_3 (عدد الشركات المتداولة): من نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS تبين للباحث أن المعادلة Growth تحقق أفضل تمثيل للعلاقة بين X_2 و Y_3 . وباستخدام البرنامج السابق نحصل على معلمات النموذج ويكون للمعادلة الشكل الآتي:

$$\ln Y = 6.697668 - 0.000111X$$

ولدينا $F=35.6$ بمستوى معنوية 0.0039

أما قيمة معامل التحديد $R\text{ Square} = 89.918\%$

وقيمة $\text{Residuals}=0.0055743$

والخطأ المعياري المرتكب $\text{Standard Error}=0.07466$

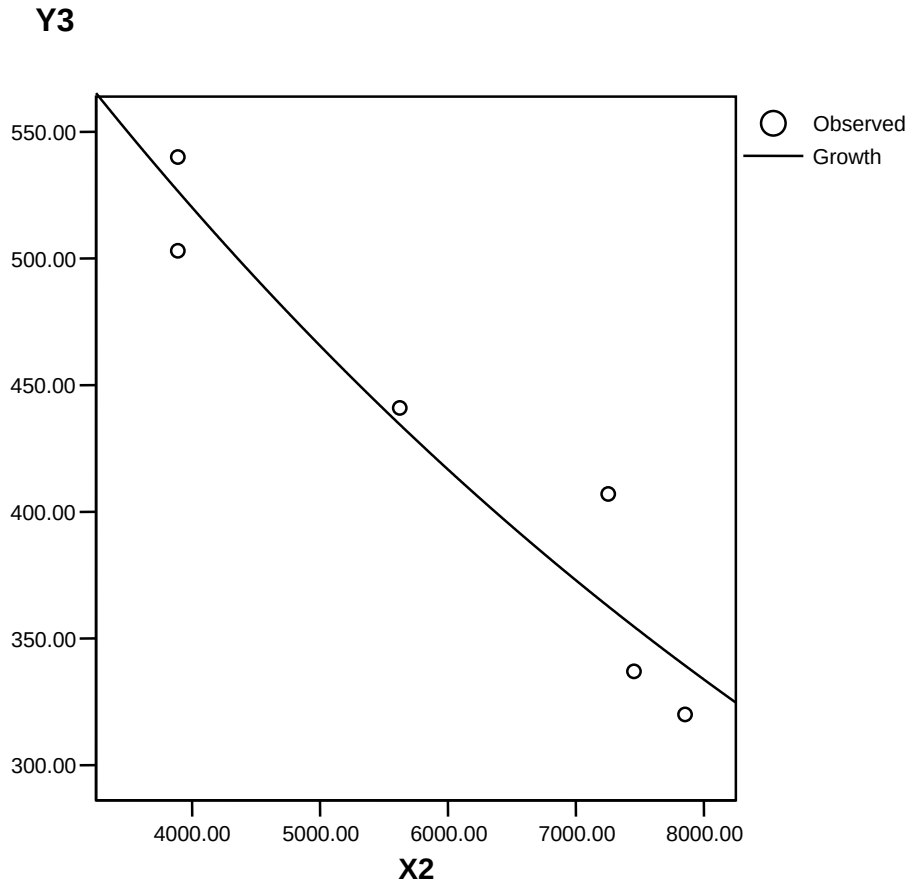
أما قيمة T بالنسبة لثابت المعادلة 58.055 بمستوى معنوية ثابت 0.000 أما بالنسبة لميل المعادلة $T=-5.973$ ، وبمستوى معنوية 0.0039، وبما أن مستوى المعنوية لكل معلم من معالم المعادلة أصغر من $\alpha = 0.05$ فإننا نرفض الفرضية الابتدائية التي تقول بعدم معنوية هذه المعالم، ونقول إن لهذه المعالم قيمة معنوية إحصائية، وذلك باحتمال ثقة أكبر من 95%.

أما مجال الثقة لميل المعادلة $I_{\beta} = [0.000063 \leq \beta \leq 0.000158]$

التفسير: بلغت قيمة معامل التحديد 89.918% الأمر الذي يدلنا على أن 89.9% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (عدد الشركات المتداولة) تعود للمتغيرات الحاصلة في المتغير المستقل (إجمالي حجم الصناديق) و 10.1% من المتغيرات الحاصلة في عدد الشركات المتداولة تعود إلى العوامل العشوائية، ونلاحظ أن هذا النموذج يتمتع بقدرة تفسيرية كبيرة.

ومن معادلة خط الانحدار، نجد أنه بزيادة إجمالي حجم الصناديق العاملة في مصر بمقدار مليون جنيه، فإن ذلك يؤدي إلى تراجع في عدد الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية المصرية بمقدار 0.000111 شركة.

والرسم التالي يبين شكل العلاقة بين المتغيرين:



الشكل رقم (١٣) أثر المتغير المستقل X2 (إجمالي حجم الصناديق) في المتغير التابع Y3 (عدد الشركات المتداولة)

٧ - أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y_4 (قيمة التداول): من نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS تبين للباحث وجود أكثر من معادلة تمثل العلاقة بين X_1 و Y_4 ، ولكن جميع هذه المعادلات تتميز بعدم معنوية T بالنسبة لثابت المعادلة، وقد اختار الباحث معادلة Exponent لأنها أكثر المعادلات ملائمة لتمثل العلاقة بين المتغيرين، وباستخدام البرنامج السابق نحصل على معلومات الأ نموذج ويكون للمعادلة الشكل الآتي:

$$\ln Y = \ln 1.946439 + 0.1428X$$

ولدينا $F=56.24273$ بمستوى معنوية 0.0007

أما قيمة معامل التحديد $R \text{ Square} = 91.836\%$

وقيمة $\text{Residuals}=0.1482399$

والخطأ المعياري المرتكب $\text{Standard Error}=0.38502$

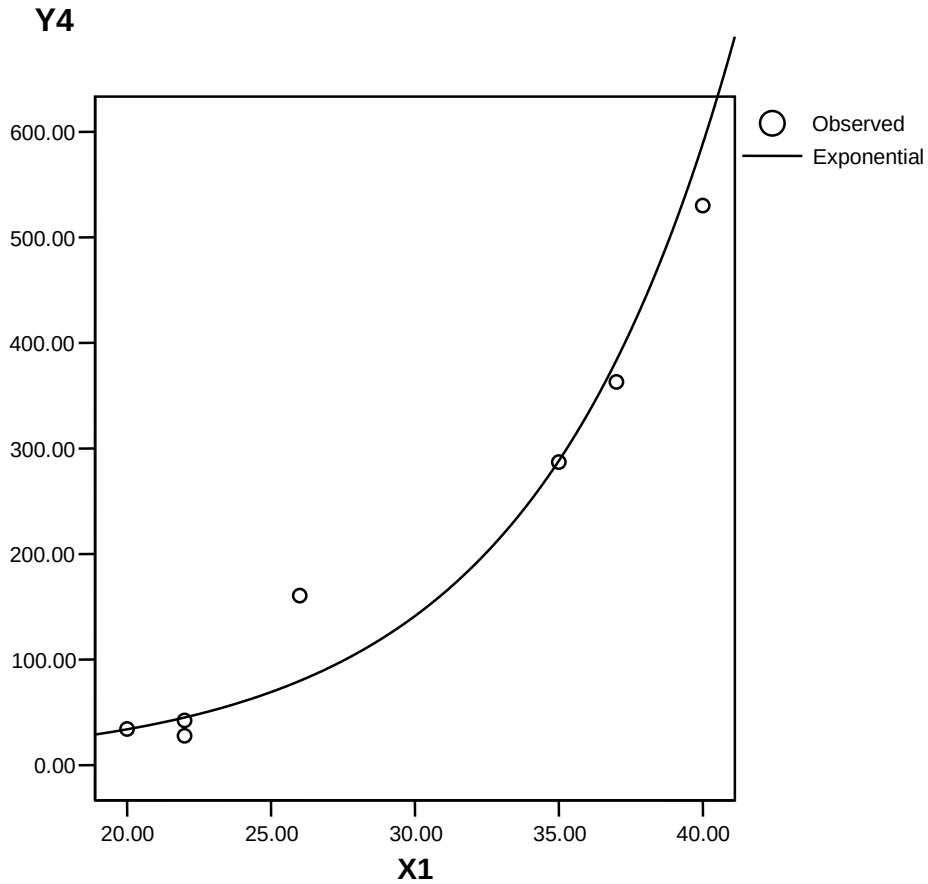
أما قيمة T بالنسبة لثابت المعادلة 1.759 بمستوى معنوية ثابت 0.1389 أما بالنسبة لميل المعادلة $T=-7.5$ ، وبمستوى معنوية 0.0007 ، نلاحظ أن مستوى المعنوية لميل المعادلة أصغر من $\alpha = 0.05$ فإننا نرفض الفرضية الابتدائية التي تقول بعدم معنوية هذا المعلم، ونقول إن ميل المعادلة قيمة معنوية إحصائياً، وذلك باحتمال ثقة أكبر من 90% ، فيما يُعاب على المعادلة السابقة عدم معنوية قيمة ثابت المعادلة. إحصائياً، وذلك باحتمال ثقة أكبر من 90% .

أما مجال الثقة لميل المعادلة $I_\beta = [0.09384 \leq \beta \leq 0.19175]$

التفسير: تدل قيمة معامل التحديد على أن $94,1\%$ من المتغيرات الحاصلة في المتغير التابع (قيمة التداول) تعود للمتغيرات الحاصلة في المتغير المستقل (عدد الصناديق العاملة) و $5,9\%$ من المتغيرات الحاصلة في قيمة التداول تعود إلى العوامل العشوائية، ونلاحظ أن هذا النموذج يتمتع بقدرة تفسيرية كبيرة. وقيمة Residuals تدلنا على صلاحية النموذج للتنبؤ.

ومن معادلة خط الانحدار، نجد أنه بزيادة عدد الصناديق العاملة في مصر بمقدار صندوق واحد، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة في قيمة التداول في سوق الأوراق المالية المصرية بمقدار ٠,١٤٨٢٣٩٩ مليار جنيه.

والرسم التالي يبين شكل العلاقة بين المتغيرين:



الشكل رقم (١٤) أثر المتغير المستقل X1 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y4 (قيمة التداول)

٨ - أثر المتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم الصناديق) في المتغير التابع Y_4 (قيمة التداول):
 من نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS تبين للباحث أن المعادلة Growth تحقق أفضل تمثيل للعلاقة بين X_2 و Y_4 . وباستخدام البرنامج السابق نحصل على معلمات النموذج ويكون للمعادلة الشكل الآتي:

$$\ln Y = 1.052277 + 0.000658X$$

ولدينا $F=116.67399$ بمستوى معنوية 0.0004

أما قيمة معامل التحديد $R\text{ Square} = 96.685\%$

وقيمة $\text{Residuals}=0.060015$

والخطأ المعياري المرتكب $\text{Standard Error}=0.24498$

أما قيمة T بالنسبة لثابت المعادلة 2.78 بمستوى معنوية ثابت 0.049، أما بالنسبة لميل المعادلة $T=10,802$ ، وبمستوى معنوية 0.0002 ، وبما أن مستوى المعنوية لكل معلم من معالم المعادلة أصغر من $\alpha = 0.05$ فإننا نرفض الفرضية الابتدائية التي تقول بعدم معنوية هذه المعالم، ونقول إن لهذه المعالم قيمة معنوية إحصائية، وذلك باحتمال ثقة أكبر من 90%.

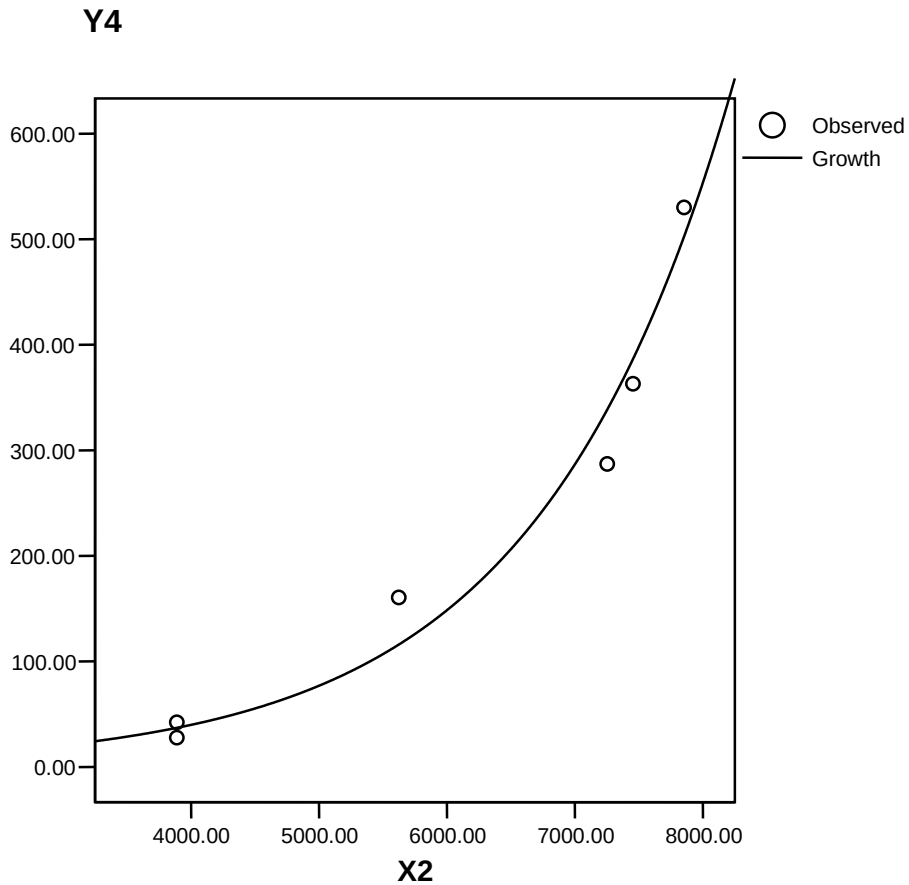
أما مجال الثقة لميل المعادلة $I_\beta = [0.0005 \leq \beta \leq 0.0008]$

التفسير: بلغت قيمة معامل التحديد 96,685% الأثر الذي يدلنا على أن 96,7% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (قيمة التداول) تعود للمتغيرات الحاصلة في المتغير المستقل (إجمالي حجم الصناديق العاملة) و 3,3% من التغيرات الحاصلة في قيمة التداول تعود إلى العوامل العشوائية.

وقيمة Residuals تدلنا على صلاحية النموذج للتنبؤ.

ومن معادلة خط الانحدار، نجد أنه بزيادة إجمالي حجم الصناديق العاملة في مصر بمقدار مليون جنية، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة في قيمة التداول في سوق الأوراق المالية المصرية بمقدار 0,000658 مليار جنية.

والرسم التالي يبين شكل العلاقة بين المتغيرين :



الشكل رقم (١٥) أثر المتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم الصناديق) في المتغير التابع Y_4 (قيمة التداول)

٩ - أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y_5 (معدل دوران السهم) : من نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS تبين للباحث أن المعادلة Exponent تحقق أفضل تمثيل للعلاقة بين X_1 و Y_5 . وباستخدام البرنامج السابق نحصل على معلمات النموذج ويكون للمعادلة الشكل الآتي :

$$\ln Y = \ln 1.943439 + 0.088727X$$

ولدينا $F=41.96277$ بمستوى معنوية 0.0013

أما قيمة معامل التحديد $R \text{ Square} = 89.353\%$

وقيمة $\text{Residuals}=0.0767045$

والخطأ المعياري $\text{Standard Error}=0.27696$

أما قيمة T بالنسبة لثابت المعادلة 2.446 بمستوى معنوية ثابت 0.0582، أما بالنسبة لميل المعادلة $T=6.478$ ، وبمستوى معنوية 0.0013 نلاحظ أن مستوى المعنوية لميل المعادلة أصغر من $\alpha = 0.05$ فإننا نرفض الفرضية الابتدائية التي تقول بعدم معنوية هذا المعلم، ونقول إن ميل المعادلة قيمة معنوية إحصائياً، وذلك باحتمال ثقة أكبر من 90%، فيما يُعاب على المعادلة السابقة عدم معنوية قيمة ثابت المعادلة.

أما مجال الثقة لميل المعادلة $I_{\beta} = [0.05351 \leq \beta \leq 0.12394]$

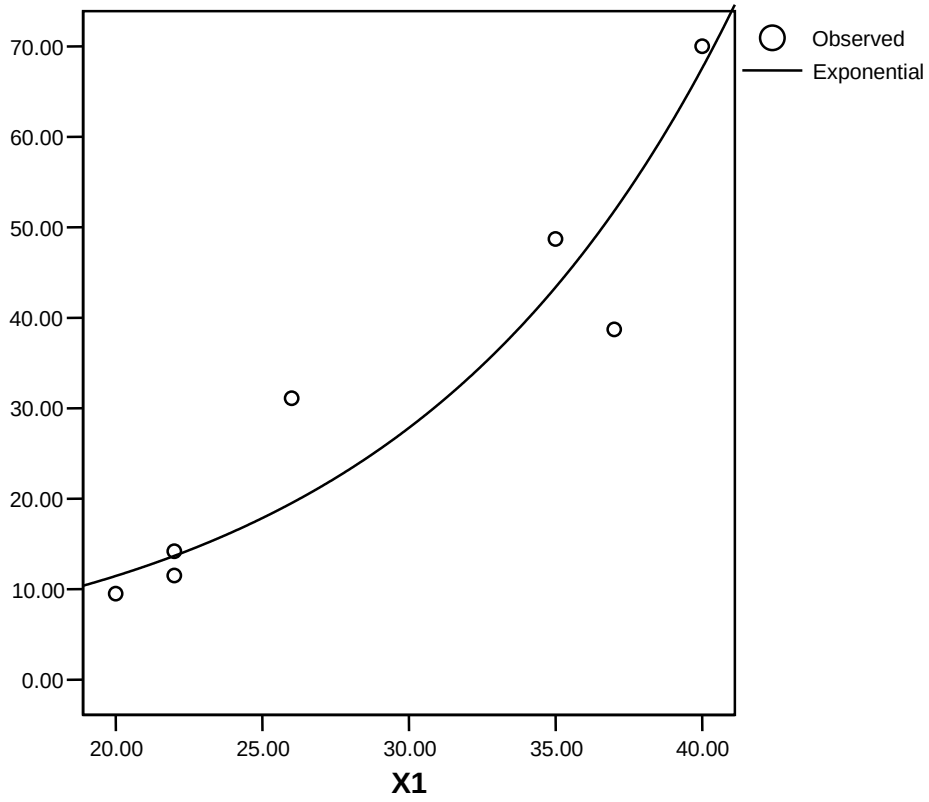
التفسير: تدلنا قيمة معامل التحديد على أن 89.4% من المتغيرات الحاصلة في المتغير التابع (قيمة التداول) تعود للمتغيرات الحاصلة في المتغير المستقل (إجمالي حجم الصناديق العاملة) و 10.6% من المتغيرات الحاصلة في قيمة التداول تعود إلى العوامل العشوائية.

وقيمة Residuals تدلنا على صلاحية النموذج للتنبؤ.

ومن معادلة خط الانحدار، نجد أنه بزيادة عدد الصناديق العاملة في مصر بمقدار صندوق واحد، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة في معدل دوران السهم في سوق الأوراق المالية المصرية بمقدار 0.088 %.

والرسم التالي يبين شكل العلاقة بين المتغيرين:

Y5



الشكل رقم (١٦) أثر المتغير المستقل X1 (عدد الصناديق) في المتغير التابع Y5 (معدل دوران السهم)

١٠ - أثر المتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم الصناديق) في المتغير التابع Y_5 (معدل دوران السهم): من نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS تبين للباحث أن المعادلة Growth تحقق أفضل تمثيل للعلاقة بين X_2 و Y_5 . وباستخدام البرنامج السابق نحصل على معلمات النموذج ويكون للمعادلة الشكل الآتي:

$$\ln Y = 1.112956 + 0.000379X$$

ولدينا $F=55.4936$ بمستوى معنوية 0.0017

أما قيمة معامل التحديد $R \text{ Square} = 93.277\%$

وقيمة $\text{Residuals}=0.0419611$

والخطأ المعياري المرتكب $\text{Standard Error}=0.20484$

أما قيمة T بالنسبة لثابت المعادلة 3.543 بمستوى معنوية ثابت 0.0245 أما بالنسبة لميل المعادلة $T=7.449$ وبمستوى معنوية 0.0017 . وبما أن مستوى المعنوية لكل معلم من معالم المعادلة أصغر من $\alpha = 0.05$ فإننا نرفض الفرضية الابتدائية التي تقول بعدم معنوية هذه المعالم، ونقول إن لهذه المعالم قيمة معنوية إحصائية، وذلك باحتمال ثقة أكبر من ٩٥٪.

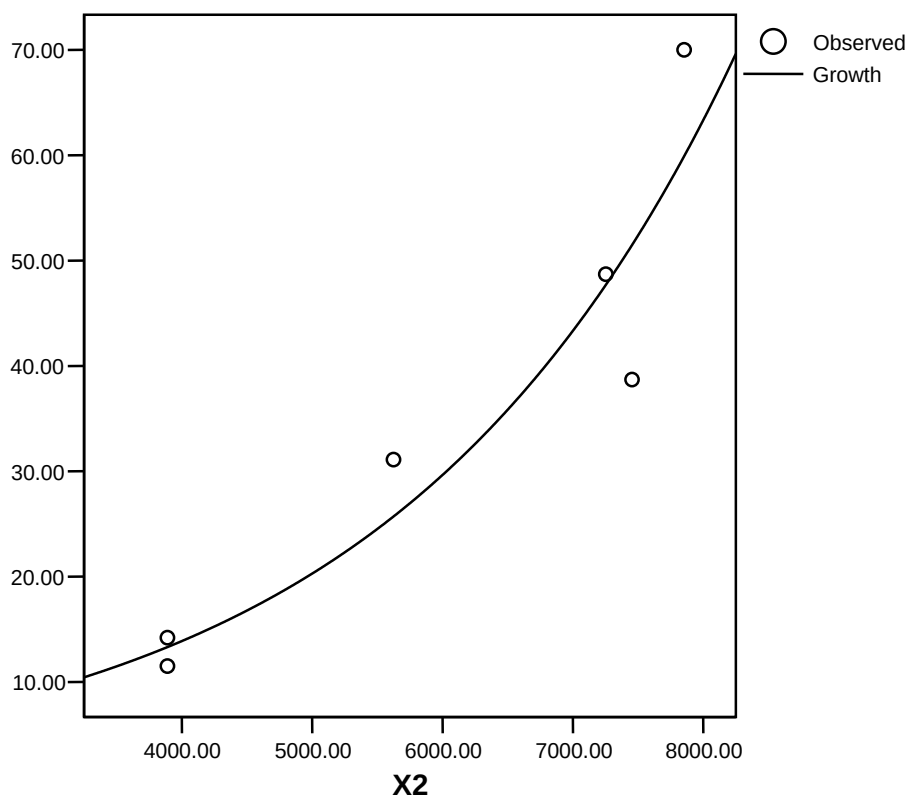
أما مجال الثقة لميل المعادلة $I_{\beta} = [0.00024 \leq \beta \leq 0.00051]$

التفسير: تدلنا قيمة معامل التحديد على أن ٩٣,٣٪ من المتغيرات الحاصلة في المتغير التابع (معدل دوران السهم) تعود للمتغيرات الحاصلة في المتغير المستقل (إجمالي حجم الصناديق)، و ٦,٧٪ من المتغيرات الحاصلة في عدد الشركات المتداولة تعود إلى العوامل العشوائية.

ومن معادلة خط الانحدار، نجد أنه بزيادة إجمالي حجم الصناديق العاملة في مصر بمقدار مليون جنيه، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة في معدل دوران السهم في سوق الأوراق المالية المصرية بمقدار ٠,٠٠٠٣٧٩٪.

والرسم التالي يبين شكل العلاقة بين المتغيرين:

Y5



الشكل رقم (١٧) أثر المتغير المستقل X2 (إجمالي حجم الصناديق) في المتغير التابع Y5 (معدل دوران السهم)

ثالثاً: تحليل الانحدار المتعدد:

الانحدار المتعدد هو عبارة عن دراسة العلاقة بين عدة ظواهر (ثلاثة فأكثر) تكون فيها إحدى هذه الظواهر مؤشراً تابعاً، والظواهر الأخرى مسببة أو مؤثرة أو مستقلة. ولكن ما يجب الانتباه إليه عند تحليل الانحدار المتعدد، هو مشكلة التعدد الخطي^١؛ ولتشخيص مشكلة الارتباط الخطي يلزمنا استخراج معامل VIF حيث إن الحصول على قيمة VIF لأحد المتغيرات يزيد عن ١٠ تشير إلى أن تقدير المعلمة المرافقة يتأثر بمشكلة التعدد الخطي، بالإضافة للانتباه للمشكلة السابقة، يجب الانتباه إلى ضرورة عدم وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة، لأن وجود مثل هذه العلاقة يؤدي إلى زيادة الأخطاء المعيارية، وبالتالي عدم دقة القرارات التي سنصل إليها.

^١ تتميز مشكلة التعدد الخطي بارتفاع تباين معالم النموذج وبالتالي عدم ظهور المعلمة معنوية نتيجة انخفاض قيم إحصائية t بالرغم من أن المتغير قد يكون مهماً في النموذج. بشير، سعد زغلول - ٢٠٠٣ - دليلك إلى البرنامج الإحصائي SPSS - المعهد العربي للتدريب والبحوث الإحصائية - ص ١٦٥.

١ - أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) والمتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم الصناديق) في المتغير التابع Y_1 (رأس المال السوقي):

من التحليل الإحصائي نجد أن العلاقة تتمثل بالمعادلة الآتية:

$$Y_1 = -49.688 - 28.637X_1 + 0.227X_2$$

الجدول رقم (٣٦) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بين

المتغيرين المستقلين X_1 و X_2 على المتغير التابع Y_1

VIF	Sig	t	الخطأ المعياري	
	0.863	-0.188	٢٦٤,٣٣١	Constant
26.415	0.511	-0.744	٣٨,٥١٢	X_1
26.415	0.276	1.328	٠,١٧١	X_2

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

قيمة $F=5.013$ بمستوى معنوية 0.111

نلاحظ من الجدول السابق عدم معنوية معاملات المعادلة (أمثال X_1 وأمثال X_2) بالإضافة إلى أن قيمة VIF تدلنا على أن هذه المعلمات تتأثر بمشكلة التعدد الخطي.

2 - أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) والمتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم

الصناديق) في المتغير التابع Y_3 (عدد الشركات المتداولة):

من التحليل الإحصائي نجد أن العلاقة تتمثل بالمعادلة الآتية:

$$Y_3 = 729.856 - 5.609X_1 - 0.23X_2$$

الجدول رقم (٣٧) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بين

المتغيرين المستقلين X_1 و X_2 على المتغير التابع Y_3

VIF	Sig	t	الخطأ المعياري	
	0.001	12.287	59.4	Constant
26.415	0.563	-0.648	8.654	X_1
26.415	0.598	-0.588	0.038	X_2

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

قيمة $F=19.981$ بمستوى معنوية ٠,٠١٨

نلاحظ من الجدول السابق عدم معنوية معاملات المعادلة (أمثال X_1 وأمثال X_2) بالإضافة إلى أن قيمة VIF تدلنا على أن هذه المعلمات تتأثر بمشكلة التعدد الخطي.

3 - أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) والمتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم الصناديق) في المتغير التابع Y_4 (قيمة التداول):

من التحليل الإحصائي نجد أن العلاقة تتمثل بالمعادلة الآتية:

$$Y_4 = -507.279 + 28.756X_1 - 0.22X_2$$

الجدول رقم (٣٨) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بين

المتغيرين المستقلين X_1 و X_2 على المتغير التابع Y_4

	الخطأ المعياري	t	Sig	VIF
Constant	١١٠,١٧٤	-4.604	0.019	
X_1	٢٨,٧٥٦	1.791	0.171	26.415
X_2	-٠,٠٢٢	-0.305	0.780	26.415

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

قيمة $F=29.468$ بمستوى معنوية 0.011

نلاحظ من الجدول السابق عدم معنوية معاملات المعادلة (أمثال X_1 وأمثال X_2) بالإضافة إلى أن قيمة VIF تدلنا على أن هذه المعلمات تتأثر بمشكلة التعدد الخطي.

4 - أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) والمتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم الصناديق) في المتغير التابع Y_5 (معدل دوران السهم):

من التحليل الإحصائي نجد أن العلاقة تتمثل بالمعادلة الآتية:

$$Y_5 = -39.175 + 1.963X_1 + 0.004X_2$$

الجدول رقم (٣٩) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بين

المتغيرين المستقلين X_1 و X_2 على المتغير التابع Y_5

	الخطأ المعياري	t	Sig	VIF
Constant	٢٠,٨٠٨	-1.883	0.156	
X_1	٣,٠٣٢	0.559	0.615	26.415
X_2	٠,٠١٣	0.292	0.789	26.415

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

قيمة $F=9.475$ بمستوى معنوية 0.051

نلاحظ من الجدول السابق عدم معنوية معاملات المعادلة، بالإضافة إلى أن قيمة VIF تدلنا على أن هذه المعلمات تتأثر بمشكلة التعدد الخطي.

كما ذكرنا سابقاً: يُبنى الانحدار المتعدد على عدة فروض أحدها عدم وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة، لذلك سيقوم الباحث بالتحقق من وجود ارتباط، أو عدم وجوده بين المتغيرين المستقلين X_1 (عدد الصناديق) و X_2 (إجمالي حجم الصناديق).

وعند حسابنا لقيمة معامل الارتباط نحصل على النتيجة الآتية:

الجدول رقم (٤٠) حساب قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين المستقلين X_1 و X_2

	X_1	X_2	
X_1	1	.981(**)	Pearson Correlation
	.	.001	Sig. (2-tailed)
X_2	.981(**)	1	Pearson Correlation
	.001	.	Sig. (2-tailed)

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

نلاحظ من الجدول السابق أن قيمة معامل الارتباط بين عدد الصناديق العاملة في مصر وإجمالي حجم هذه الصناديق هو $R=0.981$ بمستوى معنوية (0.001) ، يدلنا ذلك على أن العلاقة بين المتغيرين قوية جداً، الأمر الذي يؤكد لنا عدم صلاحية نموذج الانحدار المتعدد للتحليل في هذه الحالة، ولحل هذه المشكلة نقوم باستخدام نموذج الانحدار المتدرج Stepwise Regression والذي يُعدّ من أفضل الطرق^١.

رابعاً: تحليل الانحدار المتدرج Stepwise Regression:

بوساطة تحليل الانحدار المتدرج، يتم عمل اختبار لقوة العلاقة بين المتغير التابع، وكل متغير مستقل على حدة، حيث يتم إدخال المتغيرات واحداً بعد الآخر بخطوات متسلسلة إلى النموذج مع استبعاد المتغيرات التي تصبح غير مؤثرة بوجود بقية المتغيرات.

١ - أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) والمتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم

الصناديق) في المتغير التابع Y_1 (رأس المال السوقي):

من التحليل الإحصائي نحصل على العلاقة التي تربط بين المتغيرات الثلاثة كما يلي:

$$Y_1 = -172.609 + 0.102X_2$$

قيمة $F=10.665$ بمستوى معنوية 0.003 الأمر الذي يعني معنوية النموذج.

أما قيمة T بالنسبة لثابت المعادلة فبلغت -0.888 بمعنوية 0.000 .

^١ بشير، سعد زغلول - ٢٠٠٣ - دليلك إلى البرنامج الإحصائي SPSS - المعهد العربي للتدريب والبحوث الإحصائية - ص ١٦٦.

وقيمة T بالنسبة لميل المعادلة فبلغت ٣,٢٦٦ بمعنوية 0.031 .
 وبلغت VIF=1 بالنسبة للمتغير X_2 الأمر الذي يعني تجاوز مشكلة التعدد الخطي
 بالنسبة لهذا المتغير.

أما قيمة معامل التحديد $R^2 = 72.7\%$ ، أي أن هذا النموذج يقدم لنا
 تفسيرات لـ ٧٢,٧٪ من التغيرات الحاصلة لـ Y_1 . وبالنظر إلى المعادلة السابقة نجد أن
 المتغير المستقل X_2 ذو تأثير أقوى من المتغير X_1 على المتغير التابع Y_1 ، حيث أنه بزيادة
 حجم الصناديق بمقدار مليون جنيه سيؤدي ذلك إلى زيادة في رأس المال السوقي بمقدار
 ٠,١٠٢ مليار جنيه. ويُعاب على المعادلة السابقة عدم معنوية الثابت.

**2 - أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) والمتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم
 الصناديق) في المتغير التابع Y_3 (عدد الشركات المتداولة):**

من التحليل الإحصائي نحصل على العلاقة التي تربط بين المتغيرات الثلاثة كما يلي:

$$Y_3 = 746.162 - 10.599X_1$$

قيمة $F = 47.368$ بمستوى معنوية ٠,٠٠٢ الأمر الذي يعني معنوية النموذج.

أما قيمة T بالنسبة لثابت المعادلة فبلغت ١٥,٥٣٣ بمعنوية ٠,٠٠٠ .

وقيمة T بالنسبة لميل المعادلة فبلغت 6.882 - بمعنوية ٠,٠٠٢ .

وبلغت VIF=1 بالنسبة للمتغير X_1 الأمر الذي يعني تجاوز مشكلة التعدد الخطي
 بالنسبة لهذا المتغير.

أما قيمة معامل التحديد $R^2 = 92.2\%$ أي أن هذا النموذج يقدم لنا تفسيرات
 لـ ٩٢,٢٪ من التغيرات الحاصلة لـ Y_3

وبالنظر إلى المعادلة السابقة نجد أن المتغير المستقل X_1 ذو تأثير أقوى من المتغير X_2
 على المتغير التابع Y_3 ، حيث أنه بزيادة عدد الصناديق بمقدار صندوق واحد سيؤدي ذلك
 إلى تراجع في عدد الشركات المتداولة بمقدار ١٠,٥٩٩ شركة.

٣ - أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) والمتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم الصناديق) في المتغير التابع Y_4 (قيمة التداول):

من التحليل الإحصائي نجد أن العلاقة تتمثل بالمعادلة الآتية:

$$Y_4 = -491.599 + 23.958X_1$$

قيمة $F=76,101$ بمستوى معنوية $0,001$ الأمر الذي يعني معنوية النموذج.

أما قيمة T بالنسبة لثابت المعادلة فبلغت -5.739 بمعنوية 0.005 .

وقيمة T بالنسبة لميل المعادلة فبلغت 8.724 بمعنوية 0.001 .

وبلغت $VIF=1$ بالنسبة للمتغير X_1 الأمر الذي يعني تجاوز مشكلة التعدد الخطي بالنسبة لهذا المتغير.

أما قيمة معامل التحديد $R Square = 95\%$ أي أن هذا النموذج يقدم لنا تفسيرات لـ 95% من التغيرات الحاصلة لـ Y_4

وبالنظر إلى المعادلة السابقة نجد أن المتغير المستقل X_1 ذو تأثير أقوى من المتغير X_2 على المتغير التابع Y_4 ، حيث أنه بزيادة عدد الصناديق بمقدار صندوق واحد سيؤدي ذلك إلى زيادة في قيمة التداول بمقدار $23,958$ مليار جنيه.

4 - أثر المتغير المستقل X_1 (عدد الصناديق) والمتغير المستقل X_2 (إجمالي حجم الصناديق) في المتغير التابع Y_5 (معدل دوران السهم):

من التحليل الإحصائي نجد أن العلاقة تتمثل بالمعادلة الآتية:

$$Y_5 = -42.013 + 2.562X_1$$

قيمة $F=24,207$ بمستوى معنوية $0,008$ الأمر الذي يعني معنوية النموذج.

أما قيمة T بالنسبة لثابت المعادلة فبلغت -2.6 بمعنوية 0.060 .

وقيمة T بالنسبة لميل المعادلة فبلغت 4.945 بمعنوية 0.008 .

وبلغت $VIF=1$ بالنسبة للمتغير X_1 الأمر الذي يعني تجاوز مشكلة التعدد الخطي بالنسبة لهذا المتغير.

أما قيمة معامل التحديد $R Square = 85.9\%$ أي أن هذا النموذج يقدم لنا تفسيرات لـ 85.9% من التغيرات الحاصلة لـ Y_5

وبالنظر إلى المعادلة السابقة نجد أن المتغير المستقل X_1 ذو تأثير أقوى من المتغير X_2 على المتغير التابع Y_5 ، حيث أنه بزيادة عدد الصناديق بمقدار صندوق واحد سيؤدي ذلك إلى زيادة في معدل دوران السهم بمقدار ٢,٥٦٢٪، ويُعاب على المعادلة السابقة عدم معنوية الثابت.

تحليل النتائج:

بعد الدراسة الإحصائية السابقة، قام الباحث بإعداد الجدولين التاليين وذلك بالاعتماد على النتائج التي توصلنا إليها.

الجدول رقم (٤١) العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة

نتائج تحليل الانحدار البسيط

مؤشرات الصناديق		المتغيرات		
إجمالي حجم الصناديق	عدد الصناديق			
X_2	X_1			
تأثير إيجابي	تأثير إيجابي	Y_1	رأس المال السوقي	مؤشرات سوق الأوراق المالية
لا يوجد تأثير	لا يوجد تأثير	Y_2	عدد الشركات المقيمة	
تأثير سلبي	تأثير سلبي	Y_3	عدد الشركات المتداولة	
تأثير إيجابي	تأثير إيجابي	Y_4	قيمة التداول	
تأثير إيجابي	تأثير إيجابي	Y_5	معدل دوران السهم	

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

الجدول رقم (٤٢) العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة

نتائج تحليل الانحدار المتدرج

مؤشرات سوق الأوراق				المتغيرات	
معدل دوران السهم	قيمة التداول	عدد الشركات المتداولة	رأس المال السوقي		
Y_5	Y_4	Y_3	Y_1	X_1 X_2	مؤشرات الصناديق
تأثير X_1 أقوى من تأثير X_2	تأثير X_1 أقوى من تأثير X_2	تأثير X_1 أقوى من تأثير X_2	تأثير X_2 أقوى من تأثير X_1		
يؤثر X_1 إيجاباً في المتغير Y_5	يؤثر X_1 إيجاباً في المتغير Y_4	يؤثر X_2 سلباً في المتغير Y_3	يؤثر X_2 إيجاباً في المتغير Y_1		

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

من الجدولين السابقين، ومن نتائج التحليل الإحصائي، فإن الباحث قد توصل إلى النتائج الآتية:

١. إن المؤشرات الخاصة بصناديق الاستثمار، تعبر عن وجود صناديق الاستثمار في السوق المصرية.

٢. إن المؤشرات الخاصة بسوق الأوراق المالية المصرية، تُعبر عن أداء البورصة المصرية ونشاطها.

٣. بالعودة إلى نتائج تحليل الانحدار المتدرج، وبالنظر للجدول رقم (٤٢) فإن الباحث يرى أنه يجب التأكيد على زيادة أعداد الصناديق بشكل أكبر من زيادة حجم الصناديق، حيث أن نتائج تحليل الانحدار المتدرج بيّنت لنا: أن أعداد صناديق الاستثمار تؤدي دوراً أهم في تنشيط سوق الأوراق المالية وإنعاشه من حجم هذه الصناديق، وهو ما يؤكد الفرضية الثالثة للبحث: تؤثر أعداد الصناديق بصورة أكبر من أحجامها في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية. فإذا توجّب علينا انتقاء أحد خيارين: الأول هو الترخيص لصندوق استثمار واحد برأس مال ١٠٠ مليون والخيار الثاني هو الترخيص لصندوقين كل منهما برأس مال ٥٠ مليوناً، فإنه يجب علينا انتقاء الخيار الثاني، على الرغم من أن حجم الصندوق في الخيار الأول يعادل حجم الصندوقين في الخيار الثاني، وذلك لأن الخيار الثاني له تأثير إيجابي أفضل في إنعاش سوق الأوراق المالية من الخيار الأول.

٤. بالنسبة للعلاقة السلبية بين صناديق الاستثمار وعدد الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية المصرية، فإن ذلك لا يعود بالدرجة الأولى إلى تأثير صناديق الاستثمار على عدد الشركات المتداولة، وإنما يعود إلى الشروط التي تضعها هيئة سوق الأوراق المالية المصرية والتي تزداد صرامةً من أجل الحد من دخول الشركات الضعيفة وغير المؤهلة.

٥. بالنظر إلى التأثير الإيجابي لصناديق الاستثمار في رأس المال السوقي لسوق الأوراق المالية المصرية، وإلى قيمة التداول، وإلى مضاعف السهم، وهذه المؤشرات كلها تعبر عن درجة نشاط الاستثمار في سوق الأوراق المالية ومدى نشاط هذه السوق.

وبناءً على ما سبق يمكننا القول إنّ صناديق الاستثمار العاملة في مصر ساهمت
إيجاباً في تنشيط الاستثمار والتعامل في سوق الأوراق المالية المصرية، وهو ما يؤكد الفرضية
الثانية للدراسة.

الفصل الثالث . المبحث الثالث

ضرورات وجود صناديق الاستثمار في سورية

ينقسم هذا المبحث إلى قسمين رئيسيين:

يتناول الباحث في القسم الأول: الأسباب الموضوعية لإقامة صناديق الاستثمار في سورية، والظروف التي تجعل إقامة صناديق الاستثمار أمراً نافعاً، وسيحاول الباحث التركيز على نقطتين من النقاط التي تبرر الانطلاق نحو إقامة صناديق للاستثمار:

أولاً: الكتلة النقدية غير المستثمرة في البنوك.

ثانياً: انخفاض الوعي المالي لدى الجمهور؛ أي عدم توفر الخبرة للاستثمار في الأسهم والسندات والصناديق الاستثمارية.

أما القسم الثاني من هذا المبحث، يتناول التشريعات الخاصة بصناديق الاستثمار في سورية، ومن ثم يحاول الباحث تقديم تصور استشرافي مستقبلي لإقامة صناديق الاستثمار في سورية.

ضرورات وجود صناديق الاستثمار في سورية

أولاً: الكتلة النقدية غير المستثمرة في البنوك:

يُعدّ النظام المصرفي بمثابة الجهاز العصبي الذي يبعث النشاط والحيوية في جسم الاقتصاد الوطني، وبقدر ما يكون هذا الجهاز فعالاً يكون عذراً مساعداً في تشجيع الاستثمارات الوطنية والأجنبية، ويتحقق ذلك من خلال تجميع المدخرات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البرامج الادخارية المتنوعة، وتوجيهها نحو الإسهام في تمويل المشاريع المختلفة عن طريق تقديم القروض؛ وتستطيع المصارف من خلال القروض التي تقدمها التركيز على قطاعات وفروع معينة بهدف رفع مستوى الاستثمار فيها.

فيما يخص المصارف العاملة في سورية، فنجد توفر السيولة لديها بسبب الفارق بين حجم الودائع والقروض، الأمر الذي يعني توفر الإمكانية لإنشاء صندوق الاستثمار الخاص بها. وإن إحصاء المصارف عن الاستفادة من الكتلة النقدية المتوفرة لديها في تشكيل صناديق الاستثمار، يحرمها من بعض المزايا التي تساعد على تحسين أدائها، وتتلخص هذه المزايا بما يلي:

١. تمويل قيام مشاريع استثمارية: إن قيام البنوك بالتمويل خارج الميزانية يحقق عائداً أعلى وربحية أكبر، فعملية التمويل التقليدية التي تقوم بها المصارف تكون من خلال تقديم القروض للمستثمر بشكل مباشر، وذلك بضمانات معينة، أما قيام المصارف بإنشاء صناديق الاستثمار وشراء قسم من الإصدارات الأولية لبعض الشركات المرغوبة فيمكنها من القيام بعملية التمويل بشكل أسرع.

٢. إن إنشاء صناديق الاستثمار يمكن البنك المنشئ من التحكم بشكل أكبر في الأموال التي يقدمها، فلم تعد وظيفة البنك هي تقديم القرض فقط، وإنما أصبح البنك قادراً على مراقبة كيفية التصرف بهذه الأموال، واتخاذ القرارات التي تناسبه، كل ذلك يتحقق من خلال الأوراق المالية التي يشتريها عند تشكيل صناديق الاستثمار، والتي تعطي البنك الحق في التصويت على اتخاذ القرارات

٣. قد يواجه المصرف مشكلة نقص السيولة في بعض الأحيان، وبالتأكيد لن يكون قادراً على استدعاء القروض التي قدمها للمتعاملين معه، ولكن يستطيع التوجه وبشكل سريع إلى سوق الأوراق المالية لبيع قسم من أوراقه المالية، والحصول على السيولة المطلوبة، وعلى الرغم من أن ذلك قد يترافق مع خسائر رأسمالية قد يتكبدها البنك، ولكن يبقى ذلك أفضل بكثير من مشاكل السيولة التي قد يعاني منها المصرف، والتي تؤدي إلى إفلاسه أحياناً.

٤. اهتمام البنوك بتوسيع حصتها في صناديق الاستثمار، يمكنها من تحقيق استفادة أكبر من شريحة عملائها الذين يمثلون، في ذات الوقت، أكبر شريحة من مستثمري صناديق الاستثمار، فلا يضيع عملاء البنك ويتجهون إلى صناديق أخرى حيث يقوم البنك نفسه بتأسيس صناديق الاستثمار؛ فثقة العملاء في البنك الذي يتعاملون معه يدفعهم للاستثمار في الصندوق الذي يؤسسه.

٥. إن البنوك التي تتفادى الدخول في عمليات صناديق الاستثمار، سوف تفقد المزيد من حصتها في السوق، وتتركها لغيرها من المنافسين.

٦. إن الكتلة النقدية الموجودة في المصارف، تمثل عبئاً على المصارف بدلاً من أن تكون ميزة لها، ويعود السبب في ذلك إلى عدم استثمار هذه الأموال، وحرمان المصارف من الدخل الذي يمكن أن تحققه، فضلاً عن تحمل المصرف لأعباء الفائدة على الأموال المودعة.

٧. إن قيام المصارف بتشكيل صناديق الاستثمار التي تستثمر في داخل البلد، يبقى أفضل من قيام المصارف بالاستفادة من هذه السيولة خارج البلد.

والجداول التالية تبين حجم الفروق بين الأموال المودعة في المصارف وشركة التأمين مقارنةً بالقروض الممنوحة:

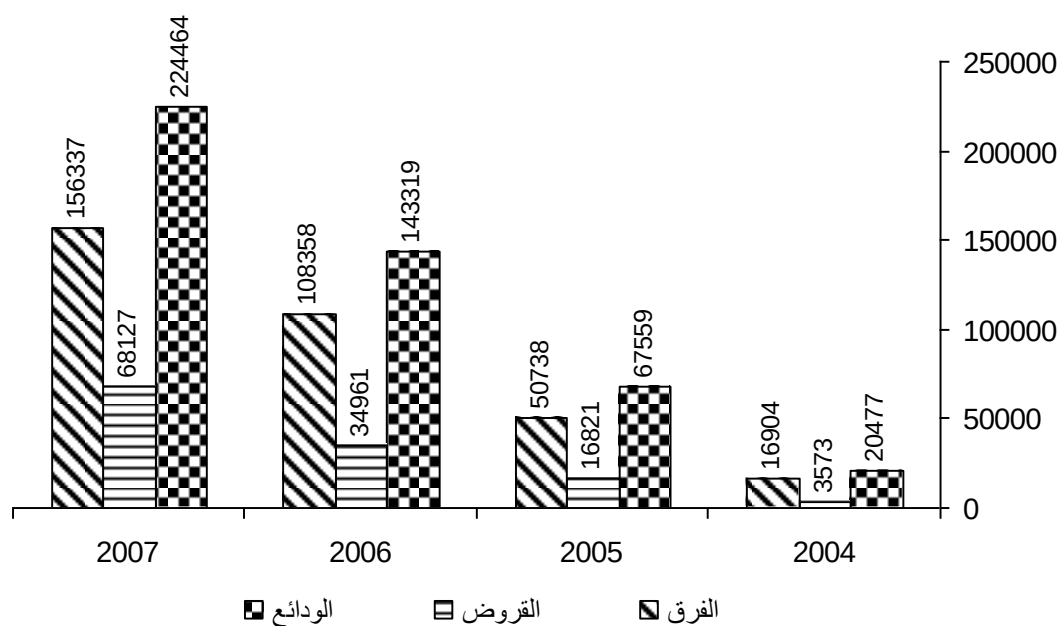
الجدول رقم (٤٣) أرصدة الودائع والقروض لدى المصارف الخاصة (مليون ليرة سورية)

المصرف	2004	2005	2006	٢٠٠٧
البنك الدولي للتجارة والتمويل	الودائع	2544	8445	19823
	القروض	482	4579	5871
	الفرق	2062	3866	13952
سورية والمهجر	الودائع	3245	19952	43463
	القروض	112	4529	6426
	الفرق	3133	15423	37037
بيبلوس	الودائع		3866	
	القروض		3530	
	الفرق		336	
البنك العربي	الودائع		7355	
	القروض		2565	
	الفرق		4790	
بنك عودة	الودائع		2147	12977
	القروض		17	4885
	الفرق		2130	8092
بيمو السعودي الفرنسي	الودائع	14688	37015	55835
	القروض	2979	7696	11684
	الفرق	11709	29319	44151
المجموع	الودائع	20477	67559	143319
	القروض	3573	16821	34961
	الفرق	16904	50738	108358

المصدر: المجموعة الإحصائية السورية - مجموعة من السنوات □ المكتب المركزي للإحصاء □ دمشق - سورية.

* لم تتوفر بيانات مفصلة عن حجم الودائع والقروض لكل من المصارف الخاصة على حدا.

الفرق بين ودائع وقروض المصارف الخاصة



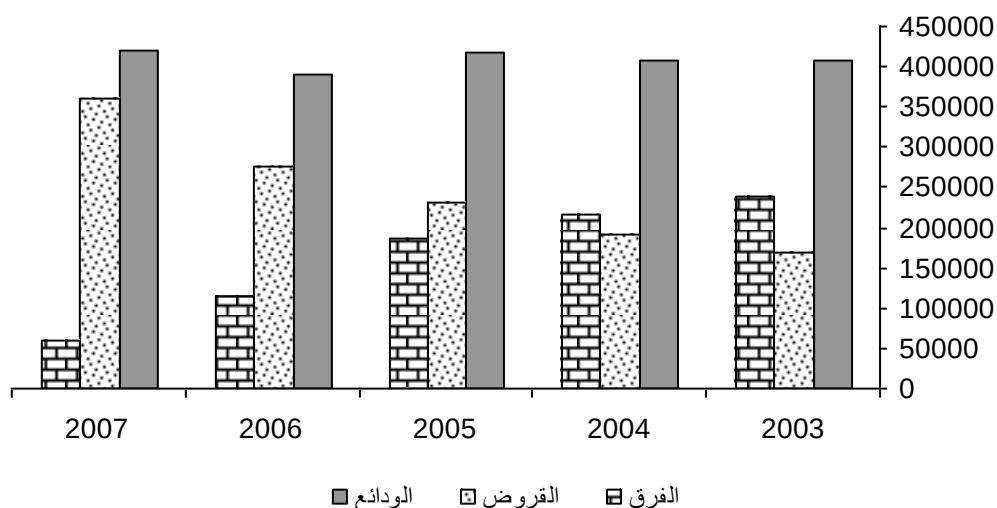
الشكل رقم (١٨) الفجوة بين ودائع المصارف الخاصة وقروضها

الجدول رقم(٤٤) أرصدة الودائع والقروض لدى المصارف العامة (مليون لييرة سورية)

2007	2006	2005	2004	2003	المصرف	
20129.3	20007	21292	22567	14275	الودائع	المصرف الصناعي
5705.1	8410.9	13468.2	16499	13089	القروض	
14424.2	11596.1	7823.8	6068	1186	الفرق	
112156	88717	62906	56584	48661	الودائع	المصرف العقاري
88575	70152	64574	47385.9	35138	القروض	
23581	18565	-1668	9198.1	13523	الفرق	
287438	281834	334201	329100	344233	الودائع	المصرف التجاري
265375	196968	153334	128511	121113	القروض	
22063	84866	180867	200589	223120	الفرق	
419723.3	390558	418399	408251	407169	الودائع	المجموع
359655.1	275530.9	231376.2	192395.9	169340	القروض	
60068.2	115027.1	187022.8	215855.1	237829	الفرق	

المصدر: المجموعة الإحصائية السورية - مجموعة من السنوات □ المكتب المركزي للإحصاء □ دمشق - سورية.

الفرق بين وداائع المصارف العامة وقروضها



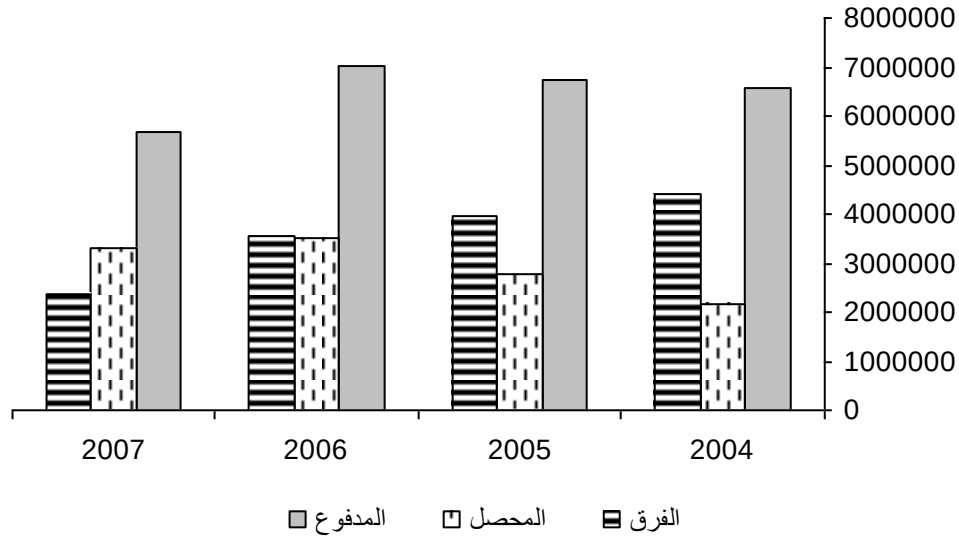
الشكل رقم (١٩) الفجوة بين وداائع المصارف العامة وقروضها

**الجدول رقم (٤٥) بدلات التأمين المحصلة والمبالغ المدفوعة
لدى المؤسسة العامة للتأمين (ألف ليرة سورية)**

2007	2006	2005	2004	العام
5673086	7026216	6742115	6561970	بدلات التأمين المحصلة
3322322	3494098	2788565	2157394	المبالغ المدفوعة
2350764	3532118	3953550	4404576	الفرق

المصدر: المجموعة الإحصائية السورية - مجموعة من السنوات □ المكتب المركزي للإحصاء □ دمشق - سورية.

الفرق بين المبالغ المدفوعة والمحصلة في المؤسسة العامة للتأمين



الشكل رقم (٢٠) الفجوة بين المبالغ المدفوعة والمحصلة في المؤسسة العامة للتأمين

ثانياً: انخفاض الوعي المالي لدى الجمهور:

من أهم دواعي إقامة صناديق الاستثمار هو انخفاض مستوى الوعي المالي لدى الجمهور وعدم توافر الخبرة والدراية لديهم للاستثمار المباشر في سوق الأوراق المالية، والتساؤل الذي يُثار هنا حول درجة الوعي لدى الجمهور في سورية، وللإجابة على هذا التساؤل قام الباحث بطرح مجموعة من الأسئلة على عينة من الجمهور، تشمل العينة فئات مختلفة من المجتمع تتنوع من ناحية المؤهل العلمي، والاختصاص، والعمر، ومستوى الدخل، والعمل (القطاعين العام والخاص).

وتركزت الأسئلة حول المحاور الآتية:

١. نظرة المستثمر لسوق الأوراق المالية.

٢. معرفة المستثمر بمفاهيم سوق الأوراق المالية.

٣. مستوى الدخل.

٤. الرغبة والهدف من الاستثمار المالي.

أولاً: نظرة المستثمر لسوق الأوراق المالية: يحاول الباحث من خلال هذا المحور

التعرف على نظرة الجمهور المحلي للبورصة وماذا تعني له.

السؤال الأول: هل تخشى الاستثمار في سوق الأوراق المالية؟

أجاب ٧٦٪ من أفراد العينة بنعم. وهذه النسبة العالية تبين مدى الخوف من المدخول في سوق الأوراق المالية، وأحد الأفراد أجاب أنه يخشى الاستثمار في البورصة في سورية فقط.

السؤال الثاني: هل تخاف من التعرض للخسائر عند شرائك للأسهم؟

أجاب ٨٠٪ من الأشخاص بنعم. وهذه النسبة العالية تبين التحفظ الكبير لدى الأفراد عند الدخول للاستثمار في سوق الأوراق المالية.

السؤال الثالث: ما رأيك بالبورصة: (مقامرة - وسيلة لزيادة الدخل - غير ذلك)

وجد ٥٢٪ من أفراد العينة أن البورصة هي نوع من المقامرة يلعب الحظ فيها الدور الأهم، فيما وجد ٣٥٪ أنها وسيلة لزيادة الدخل، أما البعض فقد وجد أنها وسيلة لزيادة المدخل

في المدى الطويل، والبعض رأى ضرورة توفر الخبرة والوعي لدى المستثمر لكي تصبح وسيلة لزيادة الدخل.

وبالنظر إلى النتائج السابقة يتبين لنا مدى الخوف في نفوس الجمهور من المدخول في البورصة والاستثمار فيها، ويرى الباحث أن ذلك مرده إلى الجهل، وعدم الدراية بماهية سوق الأوراق المالية فمن غير المعقول أن يجد أكثر من نصف أفراد العينة أن البورصة هي ضرب من القمار، كذلك أثرت الأزمة الأخيرة المتتالية ضربت الأسواق العالمية على أجوبة البعض، ويُعالج ذلك برأي الباحث من خلال برامج إعلامية للتوعية، والتعريف بسوق الأوراق المالية وكيفية وقوع الخسائر وتغيير الأسعار وتحقيق الأرباح.

ثانياً: معرفة المستثمر بمفاهيم سوق الأوراق المالية: يسعى الباحث من خلال هذا المحور التعرف على مدى معرفة الجمهور بمفاهيم سوق الأوراق المالية.

السؤال الأول: هل تعرف ماذا يعني مؤشر البورصة؟

أجاب ٥٢٪ من أفراد العينة بـ لا. ولكن ما يثير الاهتمام أن ٢٢٪ من هؤلاء هم من المختصين في مجال الاقتصاد ويعملون في مصارف عامة أو خاصة.

السؤال الثاني: الورقة المالية تشبه الورقة النقدية؟

٥٨٪ لا أعرف

السؤال الثالث: هل تعرف ما هي محفظة الأوراق المالية؟

٧٤٪ لا أعرف، منهم ٢٣٪ من المختصين في الاقتصاد ويعملون في مصارف عامة أو خاصة.

السؤال الرابع: هل تعرف ماذا يعني صندوق الاستثمار؟

٨٠٪ لا أعرف، منهم ٢٦٪ من المختصين في الاقتصاد ويعملون في مصارف عامة أو خاصة. تعكس لنا النتائج السابقة مدى ضعف مستوى التعليم والوعي المتعلق بسوق الأوراق المالية، فالباحث مثلاً نال الإجازة في الاقتصاد دون أن يدرس أي مقرر يتعلق بسوق الأوراق المالية. وهذا الأمر يمكن استدراكه من خلال الخطة الدراسية في الجامعات. وهنا يرى الباحث أنه من الأفضل التخصص في هذا المجال، وأيضاً ما ينبغي الإشارة إليه هو نسبة العاملين في المصارف العامة والخاصة والذين لم يستطيعوا الإجابة على الأسئلة.

إنّ النتائج السابقة تظهر لنا تراجعاً في مستوى المعرفة والوعي المالي لدى الجمهور في سورية.

ثالثاً: مستوى الدخل:

السؤال الأول: هل لديك المال الكافي للقيام بمشروعك الخاص؟

٨٢٪ لا

السؤال الثاني: هل لديك مال مدخر وغير مستثمر؟

٧٦٪ لا

إن الإجابة على السؤالين السابقين تعكس تراجع مستوى الدخل، والذي سيؤثر بدوره في الاستثمار، الأمر الذي يُعدُّ من أهم العقبات في وجه الاستثمار في سوق الأوراق المالية، أو في صناديق الاستثمار.

رابعاً: الهدف من الاستثمار المالي:

السؤال الأول: إذا رغبت بشراء أوراق مالية فهل ترغب أن يكون ذلك مباشرةً أو عن طريق وكيل؟

مباشر ٥٦٪ وكيل ٤٤٪

السؤال الثاني: هل تستشير الآخرين قبل اتخاذ أي قرار استثماري؟

٩٠٪ نعم

السؤال الثالث: إذا أُتيحت لك الفرصة للاستثمار في سوق الأوراق المالية ما هي المنفعة التي

ترغب في الحصول عليها؟

الحصول على دخل دوري ٧٢٪

الاستفادة من سعر الورقة المالية مع مرور الوقت ٢٣٪

غير ذلك ٥٪

إن النتائج السابقة تُعدُّ إيجابية إلى حدٍّ ما، فصناديق الاستثمار تُعدُّ شكلاً من أشكال الاستثمار بالوكالة عن الأفراد، وهذا الأمر يتلاءم مع رغبات ٤٤٪ من أفراد العينة بحسب السؤال الأول، وكذلك توفر صناديق الاستثمار فريقياً من المختصين لإدارة استثمارات

الصندوق وذلك يزيد من إمكانية اتخاذ القرارات الصحيحة، والحصول على الفرص الجيدة وأيضاً هذا الأمر من المتوقع أن يُلاقي استحسان الجمهور، ولاسيما أن ٩٠٪ من أفراد العينة ترغب في الحصول على استشاره قبل اتخاذ قرارها الاستثماري. أما نتيجة السؤال الثالث فتُعدُّ مفيدة قبل تشكيل صندوق الاستثمار، فمن المفيد دراسة رغبات المستثمرين من ناحية المنافع التي يرغبون في الحصول عليها، وذلك قبل صياغة السياسة الاستثمارية للصندوق

تصور استشارافي مستقبلي لإقامة صناديق الاستثمار في سورية

قام الباحث بالدراسة النظرية السابقة لصناديق الاستثمار، والتركيز على التجربة المصرية، وبعد ذلك الدراسة العملية من ناحية تقييم أداء هذه الصناديق، ومن ثم دراسة أثرها على سوق الأوراق المالية.

وفي هذا القسم يتناول الباحث التشريعات الخاصة بصناديق الاستثمار، من أجل تقييمها، كل ذلك بهدف تقديم تصور استشاري لكيفية عمل صناديق الاستثمار في سورية، والنقاط المهمة التي ينبغي التركيز عليها عند إقامة هذه الصناديق، بحيث تغدو هذه الصناديق عنصراً فعالاً، ومحفزاً جيداً لسوق الأوراق المالية، وعامل جذب للمدخرين المتحفظين تجاه الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وبحيث لا تتحول هذه الصناديق إلى ما يشبه جامعي الأموال.

قانون سوق الأوراق المالية

صدر قانون سوق الأوراق المالية بموجب المرسوم التشريعي رقم /٥٥/ لعام ٢٠٠٦، وفيما يتعلق بموضوع صناديق الاستثمار، فقد تناولها القانون السابق في الفصل السادس (صناديق الاستثمار)، من المادة ٤٢ إلى المادة ٥٣.

أولاً: جاء في المادة ٤٢ الفقرة ب: "يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة مساهمة برأس مال نقدي مدفوع بالكامل يعيّن حده الأدنى نظام صناديق الاستثمار الصادر عن الهيئة".

هذه المادة تُشير إلى نظام صناديق الاستثمار، والذي ينظم عمل صناديق الاستثمار في سورية، وبالتالي تبرز أمام هيئة الأوراق المالية مهمة إصدار هذا النظام لينظم عمل الصناديق.

ثانياً: جاء في المادة ٤٢ الفقرة ج: "يحدد نظام صناديق الاستثمار ضوابط استثمار أموال الصناديق، والأدوات الاستثمارية المسموح بالاستثمار بها طبقاً للقواعد والشروط التي ينص عليها هذا النظام".

إنَّ ضبط أنواع استثمارات الصندوق ونسبها بما هو محدد في نظام صناديق الاستثمار إنما هو أمر ضروري، فإذا ما عدنا إلى التجربة المصرية نجد أن صناديق الاستثمار مجبرة

على تخصيص جزء من استثماراتها في أصول مالية قليلة المخاطر، و جزء آخر سائل، من أجل الضمان - ولو جزئياً - لحقوق حملة الوثائق حيث أن ترك أمر الاستثمار بيد إدارة الصندوق يُعدُّ أمراً خاطئاً، إذ قد تؤدي مغريات أو ظروف معينة إلى توجيه أموال الصندوق نحو نطاق ضيق من الأوراق المالية، الأمر الذي يترتب عليه مخاطر كبيرة.

ثالثاً: المادة ٤٣، الفقرة ب: "يحدد نظام صناديق الاستثمار إجراءات إصدار تلك الوحدات واسترداد قيمتها والبيانات التي تتضمنها وقواعد قيدها وتداولها في السوق".

هنا يرى الباحث أنه من الأفضل ترك آلية الاسترداد بيد إدارة الصندوق، إذ إن ذلك يمكن أن يكون مجال تنافس بين صناديق الاستثمار العاملة، فبعضها قد يرغب أن يكون استرداد وثائقه يومياً، أو أسبوعياً، ووفق سعر يوم تقديم طلب الاسترداد، أو وفق سعر آخر يوم من أيام الأسبوع الذي قُدم به طلب الاسترداد، وهذا الأمر رأيناه عند دراستنا لصناديق الاستثمار العاملة في مصر.

رابعاً: المادة ٥، الفقرة ب: "يتولى أمين الاستثمار تقييم الاستثمارات الصندوق ومتابعتها والتأكد من تطابقها مع السياسة الاستثمارية الواردة في نظامه الأساسي وأحكام هذا المرسوم التشريعي والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه".

المادة ٥١، الفقرة أ: "يدقق حسابات صندوق الاستثمار مكاتب وشركات تفتيش حسابات معتمدة من الهيئة يتم تعيينها وتحديد بدل أتعابها وفقاً للتعليمات الصادرة عن الهيئة بهذا الخصوص".

من الضروري التأكيد على عملية الرقابة، من أجل ضمان حسن تادية الصندوق لمهامه، وضمان التزامه بأهدافه، وسياسته الاستثمارية، فأى خلل أو مخالفة قد تؤدي إلى ضرر يلحق بحملة الوثائق، وهذا الأمر بالغ السوء وخصوصاً عندما يكون في الفترة الأولى من نشاط الصناديق، حيث قد ينشأ عنه ردة فعل سلبية تجاه الاستثمار في الصناديق.

خامساً: المادة ٤٨، الفقرة أ: "يحظر على مدير الاستثمار جميع الأعمال المحظورة على الصندوق بموجب نظامه الأساسي".

يرى الباحث أنه من الأفضل تحديد المحظورات والمسموحات حتى لا يقوم مدير الاستثمار بأي عملية أغفلها المشرع بحجة عدم وجودها ضمن الأعمال المحظورة. كذلك ورد في المادة السابقة أن الأعمال المحظورة على مدير الاستثمار تكون محددة بموجب نظامه الأساسي، وهنا يرى الباحث أنه يجب أن تكون قائمة الأعمال المحظورة محددة بموجب نظام صناديق الاستثمار الذي تقره الهيئة، وذلك إلى جانب الأعمال المحظورة بموجب النظام الأساسي للصندوق.

سادساً: المادة ٤٩ الفقرة د: " لا يجوز الحجز على أموال الصندوق لتأمين أو لاستيفاء أي دين يترتب على أحد مالكي وحداته الاستثمارية "

هذه المادة تتلاءم مع كون الصندوق شركة مساهمة تتحدد مسؤولية الشريك بعدد الأسهم التي يمتلكها، وهذا من شأنه أن يعطي ضماناً أكبر لحملة الوثائق.

سابعاً: المادة ٥٣ الفقرة : " مع مراعاة أحكام قوانين المصارف والتأمين يجوز للمصارف وشركات التأمين المرخصة في الجمهورية العربية السورية أن تنشئ صناديق استثمار بعد الحصول على موافقة الهيئة. ويحدد نظام صناديق الاستثمار إجراءات الترخيص وأحكام وضوابط مباشرة هذا النشاط".

من الطبيعي والجيد السماح للمصارف وشركات التأمين بتأسيس صناديق استثمار، ولا سيما بعد أن رأينا الدور الذي اضطلعت به البنوك المصرية في تأسيس صناديق الاستثمار العاملة في مصر وتنميتها، وهنا يتوجب على المشرع سن التشريعات الخاصة بالمصارف وشركات التأمين عند رغبتها بتأسيس صناديق الاستثمار الخاصة بها، على اعتبار أنها تتمتع بالخبرة والقدرة المالية.

وبالاستناد إلى ما سبق يضع الباحث تصوره الاستشاري انطلاقاً من المحاور الآتية:

أولاً: أهداف الصندوق وسياسته الاستثمارية.

ثانياً: الرقابة.

ثالثاً: مدير الاستثمار

أولاً: أهداف الصندوق: يضع البا حث بعض النقاط التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند وضع أهداف الصندوق، حيث يتوجب على الجهة المذشئة للصندوق تحديد الهدف من إنشاء الصندوق ويتضمن ذلك ما يلي:

١. هل يهدف الصندوق إلى تحقيق العائد الدوري، أو إلى تحقيق النمو الرأسمالي، أو مزيج من كلا الهدفين، يجب أن يكون واضحاً أمام جمهور المستثمرين ما هي طبيعة العوائد التي سيحصلون عليها، من أجل أن يختار المستثمر نوعية العوائد التي تناسب احتياجاته، فأى غموض حول هذا الأمر قد يسبب ابتعاد المستثمرين عن الصندوق، أو قد يؤدي إلى غبن يلحق بهم.

٢. في حال أن الصندوق يجمع بين هدفى النمو الرأسمالي، والعائد المدوري، فإنه يجب على إدارة الصندوق تحديد أي من الهدفين له الأولوية على الهدف الآخر، وإلى أي مدى تكون هذه الأولوية؛ أي كم هي نسبة الاستثمارات التي ستوجه خدمةً لهدف النمو وكم هي نسبة الاستثمارات التي ستوجه خدمةً لهدف الدخل.

٣. تحديد الأسس التي يركز عليها صندوق الاستثمار عند وضع أهدافه الاستثمارية، وعلاقتها بالاقتصاد الكلي، وبوضع سوق الأوراق المالية؛ أي ما هي الظروف الاقتصادية الكلية التي جعلت صندوق الاستثمار يتبنى هدفاً استثمارياً معيناً، أو نوعاً معيناً من الأوراق المالية دون سواه.

٤. تحديد نوع الأوراق المالية المستهدفة بالاستثمار؛ أي هل سيستثمر الصندوق أمواله في الأسهم، أم في السندات أم كلا النوعين مع تحديد نسب الأموال التي ستُستثمر في الأنواع المختلفة من الأوراق المالية.

٥. التحديد الدقيق لنوعية الأوراق المالية التي سيستثمر فيها الصندوق أمواله، وللقطاعات التي تنتمي إليها هذه الأوراق. مثلاً: بالنسبة إلى الأسهم تحديد هل الأسهم هي أسهم عادية أم ممتازة، هل الأسهم تنتمي لقطاعات معينة (صناعة، خدمات، مال)، أو

ستتوزع بين القطاعات المختلفة بنسب معينة، أما بالنسبة للسندات؛ هل هي سندات طويلة أم قصيرة أم متوسطة، وهل هي سندات صادرة عن الحكومة أم عن الشركات.

٦. تحديد الانحرافات عن النسب المعلنة للاستثمار في الأنواع المختلفة من الأوراق المالية وذلك تبعاً لحالة السوق، وما هي الظروف التي تسمح لإدارة الصندوق بتجاوز هذه النسب، أي أن إدارة الصندوق تكون ملزمة بالنسب التي تحددها الجهة المالكة للصندوق عند إنشائه وهذه النسب تمثل الحدود المسموح بها للاستثمار في الأنواع المختلفة من الأوراق المالية، ولكن نتيجة لظروف اقتصادية معينة قد تضطر إدارة الصندوق إلى تجاوز هذه النسب، فمثلاً قد تصل إلى إدارة الصندوق معلومات تشير إلى توافر أسواق جديدة لصناعة معينة فعندها من الطبيعي أن تسارع إدارة الصندوق إلى شراء أسهم لشركات تتبع هذه الصناعة، وعندها قد تضطر لتجاوز النسب المحددة للاستثمار في هذا القطاع، ولكن ذلك يُعدُّ مبرراً نتيجة للمعلومات التي تشير إلى أرباح شبه مؤكدة في المستقبل.

٧. تحديد الأصول التي لن يستثمر الصندوق أمواله فيها، أي ما هي المنوعات على إدارة الصندوق، فمثلاً قد تلتزم صناديق الاستثمار بعدم شراء أي أوراق مالية تتبع شركات تقوم بنشاطات تُعدُّ مخالفة للشريعة الإسلامية، أو قد تلتزم عدم الاستثمار في شراء الأصول العقارية، وهنا تجدر الإشارة إلى أن النشاطات التي لن يستثمر الصندوق فيها إنما تتحدد تبعاً لمكان وجود الصندوق جغرافياً وديموغرافياً، فعلى سبيل المثال من غير المجدي منع الاستثمار في أنشطة مخالفة للشريعة الإسلامية في بلد أوروبي.

٨. التوضيح فيما إذا كان الصندوق سيدستثمر في العملات الأجنبية، أو سيدشتري أصولاً مالية مقومة بالعملات الأجنبية، حيث أن ذلك يترتب عليه مخاطر إضافية تتمثل بمخاطر تقلبات أسعار الصرف.

٩. هل سيتم الاستثمار خارج البورصة المحلية؛ أي هل سيوجه الصندوق أمواله إلى شراء أصول مالية يتم تداولها في بورصات خارجية، أم سيتم التركيز على بورصات محلية، فالبورصات الخارجية تتعرض لمخاطر تختلف عن المخاطر التي تتعرض لها البورصات المحلية، ويتوقف ذلك على درجة اندماج تلك البورصات مع الاقتصاد العالمي، وبالتالي انتقال الأزمات العالمية إلى هذه البورصات.

١٠. تحديد العائد المستهدف من قبل إدارة الصندوق؛ أي تحديد مقدار العائد الذي يرغب صندوق الاستثمار في الوصول إليه.

١١. ما هي نسب العائد المتوقع لكل نوع من الأصول المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها، وذلك للحكم على أداء الصندوق بشكل أفضل؛ وأي من الأصول تحقق عائداً جيداً للصندوق، وأي من الأصول المالية ينبغي التخلص منها.

١٢. التوضيح فيما إذا كان الصندوق متحفظاً أو مخاطراً، فهناك بعض فئات المستثمرين تهتم بشكل أساسي بعنصر المخاطرة التي يتعرض لها عائد الصندوق، ودرجة هذه المخاطرة، فلا يكون هؤلاء مهتمين بنوع القطاعات التي يستثمر بها، أو بطبيعة الأوراق المالية، وكل ما يهمهم أن تكون درجة المخاطر التي يتعرض لها الصندوق قليلة.

١٣. المراجعة الدورية والمستمرة للسياسة الاستثمارية من أجل إدخال التعديلات عليها عند الحاجة.

١٤. إيضاح حدود التعديلات الممكن إدخالها على السياسة الاستثمارية في ضوء تقلبات السوق، فقد يضطر الصندوق، وكما ذكرنا سابقاً، إلى تجاوز النسب المحددة للاستثمار في الأوراق المالية ولكن ذلك يجب أن يبقى ضمن الأهداف العامة لإدارة الصندوق، فلا يتحول الصندوق من صندوق متحفظ إلى صندوق مخاطر، ولا يستثمر في الأصول التي لا يُسمح له بالاستثمار فيها.

١٥. تحديد حجم المخاطر المتوقع أن يتعرض لها الصندوق، ويشتمل ذلك على تحديد حجم المخاطر المنتظمة، والمخاطر غير المنتظمة، وتوضيح مصادر هذه المخاطر.

ثانياً: الرقابة: من الضروري وضع معايير لتقييم أداء الصندوق وحسن تأديته لمهامه للحكم عليه. ولذلك يرى الباحث ما يلي:

١. على إدارة الصندوق أن تقوم بتحديد حد أدنى للعائد المتوقع، بحيث أن هبوط عائد الصندوق تحت هذا المستوى يتطلب تفسيراً، وتقديم إيضاحات مقنعة من قبل إدارة الصندوق حول هذا التراجع، وإلا سيُعد ذلك مؤشراً على تراجع أداء إدارة الصندوق.

٢. تحديد المدة الزمنية المتي يحتاجها الصندوق لتحقيق العائد المستهدف، أحياناً قد يعلن صندوق الاستثمار عن العائد الذي يسعى إلى تحقيقه، ولكن هذا الأمر يبقى ناقصاً إذا لم يقيم الصندوق بتحديد الفترة الزمنية المتي تلزمه لذلك، وقد تتعهد إدارة الصندوق بأن يكون العائد هو عبارة عن نسبة معينة سنوياً، أو قد يكون العائد عبارة عن نسبة معينة تتحقق خلال فترة من الزمن.

٣. تحديد المعايير اللازمة لتقييم أداء مدير الاستثمار.

٤. تحديد القوانين التشريعية والضريبية التي تُطبق على الصندوق؛ أي تحديد ما هي حقوق الصندوق، وحقوق حملة الوثائق وواجبات كل منهم تجاه الآخر وتجاه هيئة سوق المال، وذلك حتى لا يُفاجأ المستثمرون بأي شيء قد يؤثر في عوائد الاستثمار؛ فمثلاً إن تطبيق ضريبة معينة قد يخفض من حصة حملة الوثائق من عوائد الصندوق، أو قد تنخفض هذه العوائد نتيجة لحسم أتعاب إدارة الصندوق، الأمر الذي لم يأخذه المستثمر بعين الاعتبار.

٥. تحديد صلاحيات مدير الاستثمار، والجهات العاملة في الصندوق، وكيفية مراقبتهم لمنعهم من تجاوز الصلاحيات الممنوحة.

٦. كيفية حساب قيمة الاسترداد، وأوقات استرداد وثائق الاستثمار، والضوابط المتعلقة بذلك؛ كتحديد اليوم الذي سيتم على أساسه احتساب سعر الوثيقة، هل هو يوم تقديم طلب الاسترداد، أم في آخر يوم عمل من الأسبوع، وهل الاسترداد يكون يومياً أم أسبوعياً.

٧. عقد الاجتماعات الدورية اللازمة والتي تستهدف ما يلي:

- (١) مراجعة سياسة الاستثمار بشكل دائم بهدف تقييمها، والحكم على صلاحيتها، وإدخال التعديلات الضرورية عند الحاجة.
- (٢) تحديد الفروق بين الأهداف المحققة، والأهداف المخططة، والوقوف على أسباب هذه الفروق من أجل تعزيز الفروق الإيجابية، ومعالجة الفروق السلبية، والعمل على تفاديها في المستقبل.

٣) الوقوف على المخاطر التي تعرضت لها محفظة الصندوق، وتغييرها عبر الزمن، ومقارنتها مع المخاطر المتوقعة، والوقوف على أسباب الاختلاف بين ما هو مخطط والواقع.

ثالثاً: مدير الاستثمار: عندما قام الباحث بتقييم أداء صناديق الاستثمار العاملة في مصر وجد أهمية شركة الإدارة في أداء صندوق الاستثمار، ولهذا فإن الباحث يرى ما يلي فيما يخص مجال مدير الاستثمار:

١. عدم تركيز الإدارة في فئة معينة دون سواها، والمقصود هنا: أن تضم الإدارة خبرات أكاديمية بالإضافة إلى خبرات مارست العمل في مجال إدارة صناديق الاستثمار.
٢. تحديد الطرق المتبعة في استخدام إدارة الصندوق لقياس العوائد على وثائق الاستثمار وشرحها، ووجوب وضوح هذه الطرق أمام جمهور المستثمرين، منعا لأي لبس أو غبن قد يلحق بالمستثمر.
٣. تحديد أتعاب مجلس الإدارة، وكيفية حسابها، ومقدار الأتعاب التي يتلقاها عن كل نوع من العمليات التي يؤديها.
٤. الالتزام بالمدخل الذي حدده الصندوق بالنسبة للاستثمار، هل هو متحفظ أو مخاطر.
٥. الالتزام الدقيق بالسياسة الاستثمارية للصندوق، وعدم الخروج عنها إلا في الحالات المسموح بها.
٦. العمل على تكوين محفظة الاستثمار الخاصة بالصندوق بناءً على المزيج المحدد في السياسة الاستثمارية للصندوق، وعند حدوث الاختلاف يجب تقديم المبررات لذلك.
٧. قبل القيام بتحليل المعلومات، يجب المقارنة بين كلفة الحصول على هذه المعلومات وتحليلها، والعوائد المتوقعة الحصول عليها من هذه المعلومات، بحيث لا يقوم مدير الاستثمار بأي تحليل إذا كانت العوائد المتوقعة أقل من التكاليف.
٨. يجب أن يتمتع مدير الاستثمار بالصفات التالية:

- ١) أن يحمل المؤهلات العلمية اللازمة، والمناسبة التي تمكنه من أداء مهامه.
- ٢) أن تتوفر لديه الخبرة الكافية لإدارة مثل هذا النوع من الأعمال، وأن يكون من المشهود لهم بحسن العمل وكفاءته.
- ٣) أن يتمتع بالقدرة على تحليل المعلومات، والظروف الاقتصادية، والسياسية والعسكرية، والاجتماعية وغيرها من أجل اتخاذ القرار المناسب الذي يخدم أهداف الصندوق.
- ٤) أن تتوفر لديه المهارات الإدارية التي تمكنه من إدارة فريق عمل الصندوق بشكل جيد، بما ينعكس إيجاباً على مصلحة الصندوق.

الخاتمة:

تحتل صناديق الاستثمار مكانة مميزة في الأسواق المالية، لكونها توفر فرصة الاستثمار بالنسبة لأولئك غير القادرين على الاستثمار بشكل مباشر في سوق الأوراق المالية،

إما لعدم توفر المال الكافي لديهم لبناء تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية، أو لعدم توفر الخبرة التي تمكنهم من اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

ويُصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراقاً مالية في صورة وثائق استثمار اسمية بقيمة واحدة، وتتغير قيمة الاستثمار في الصندوق الاستثماري تبعاً للزيادة والنقصان في أسعار الأسهم والسندات التي يتكون منها الصندوق.

وهناك الصناديق المغلقة والصناديق المفتوحة، حيث يُسمح بتداول وثائق النوع الأول في سوق الأوراق المالية، على خلاف وثائق الصناديق المفتوحة. وتختلف أنواع الصناديق تبعاً لمجموعة من المقاييس فمن ناحية الهدف نجد أنّ أهمها صناديق الدخل، وصناديق النمو، وصناديق تجمع بين الهدفين، أما من ناحية طبيعة الأوراق المالية التي تستثمر فيها، فأهمها صناديق الأسهم وصناديق السندات والصناديق التي تستثمر في خليط من الاثنين.

وتوفر صناديق الاستثمار مجموعة من المزايا تتمثل بالتنوع، وتوفير إدارة محترفة قائمة على أعمال الصندوق، وتوفير أنواع مختلفة من الصناديق تتلاءم مع فئات المستثمرين المختلفة، وأيضاً تسهم صناديق الاستثمار في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال الطلب الذي تخلقه على الأوراق المالية.

وترتبط صناديق الاستثمار بالأسواق والمؤسسات المالية، فتقوم صناديق الاستثمار بعرض وثائق الاستثمار، والخدمات المالية الأخرى، وتشكل المؤسسات والأسواق المالية جانب العرض لها، ومن ناحية أخرى تعرض المؤسسات والأسواق المالية الأوراق الأدوات المالية بأنواعها، حيث تشكل صناديق الاستثمار جانب الطلب.

أما بالنسبة لصناديق الاستثمار العاملة في مصر فقد استُحدثت بموجب قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢، وظهر أول صندوق استثمار في شهر أيلول عام ١٩٩٤، وهو صندوق البنك الأهلي المصري الأول.

وتنقسم صناديق الاستثمار العاملة في مصر من الناحية القانونية إلى ثلاث فئات: صناديق البنوك وشركات التأمين، وصناديق الاستثمار في شكل شركات مساهمة، وصناديق الاستثمار المباشرة. وبالنظر إلى صناديق الاستثمار العاملة في مصر نجد أنّ معظمها قام

بتأسيسها بنك أو شركة تأمين، وبالتالي لعبت البنوك دوراً مهماً في تطوير صناديق الاستثمار في مصر وتنميتها.

وبالمقارنة بين أداء الصناديق وأداء مؤشر البورصة نجد أن أداء معظمها أضعف من أداء محفظة السوق، وخصوصاً في فترات صعود السوق، في حين كان أداء معظم الصناديق أفضل في مراحل هبوط المؤشر.

ويؤثر عدد الصناديق في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية بشكل أكبر من تأثير حجم الصناديق، وعند مقارنة عائد الصناديق مع بعضها، يجب الأخذ بعين الاعتبار المخاطر التي تتعرض لها الصناديق، حيث إنَّ العائد المرتفع الذي حققته مجموعة من الصناديق كان مترافقاً مع مستوى عالٍ من المخاطر.

وفي سورية نجد كتلة نقدية كبيرة غير مستثمرة في المصارف، من الممكن أن تساعدنا على تشكيل صناديق الاستثمار الخاصة بها، وأيضاً نجد انخفاض مستوى الوعي المالي والدخل لدى الجمهور، هذه العوامل تؤكد الحاجة لإقامة صناديق الاستثمار.

النتائج:

- تسهم صناديق الاستثمار في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية، حيث تقوم بدور فعال في توجيه الأموال الفائضة نحو السوق.

- تُسهّم صناديق الاستثمار في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية، من خلال القوة الشرائية التي تطرحها، فالوثائق التي تطرحها صناديق الاستثمار تنا سب الفئات المختلفة من الجمهور الراغب في التعامل في البورصة، فخاصية التنوع وما يترتب عليها من انخفاض المخاطر، من شأنها أن تُشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق المال وكذلك المستثمرين محدودي الموارد لأن يستثمروا مدخراتهم في شراء وثائق الاستثمار.
- تُسهّم صناديق الاستثمار المغلقة في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية، من خلال قيام إدارة الصندوق بشراء تشكيلات من الأوراق المالية لبناء محفظتها الخاصة، الأمر الذي ينجم عنه تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية، هذا من جانب، ومن جانب آخر تقوم صناديق الاستثمار المغلقة بطرح وثائق الاستثمار الخاصة بها ليتم تداولها في سوق الأوراق المالية، مما يعني إضافة أوراق مالية جديدة قد تكون أكثر جاذبية للمستثمرين.
- تشكل صناديق الاستثمار المفتوحة غالبية صناديق الاستثمار العاملة في مصر.
- تشكل صناديق الاستثمار التي تكونها البنوك القسم الأكبر من صناديق الاستثمار العاملة في مصر.
- سهولة تسجيل وثيقة الاستثمار بالنسبة للصناديق العاملة في مصر، حيث يمكن لحامل الوثيقة استرداد قيمتها في أول يوم عمل في الأسبوع التالي، وذلك بسعر السوق يوم تقديم الطلب، أو أي يوم من أيام الأسبوع للصناديق التي تسمح بذلك يومياً.
- يفضل المدخر الصغير، في كثير من الأحيان، الاستثمار في صناديق الاستثمار نظراً لصغر ثمن السهم (الوثيقة) إذا ما قورنت بأشكال أخرى للاستثمار.
- سهولة التعامل مع صناديق الاستثمار حيث إنّ المستثمر يتعامل فقط في وثيقة الصندوق، وليس في كافة الأسهم التي تتكون منها المحفظة الاستثمارية للصندوق.
- وجود قيود ورقابة على سلطة مديري صناديق الاستثمار، مما يحمي حقوق المدخرين ومصلحتهم إلى حد ما.
- ليس من الضروري توفر رأس مال كبير من أجل نجاح الصندوق، وضمان تأديته لمهامه، إذ من الممكن أن يباشر الصندوق أعماله، ويحقق نتائج جيدة، وذلك بغض النظر عن حجم رأس ماله.

- يُعدُّ أداء مدير الاستثمار من أهم عوامل نجاح الصندوق، و ضمان حسن أدائه، وذلك بغض النظر عن حجم الصندوق ونوعه.
- يمكن الاستفادة من تجربة صناديق الاستثمار في مصر، وخاصة فيما يتعلق بالصناديق التي تؤسسها البنوك.
- يُعدُّ صندوق الاستثمار أداة لمساعدة المستثمر الصغير على تنويع استثماراته، ومن ثم تقليل حجم المخاطر التي يتعرض لها فيما لو قام بالاستثمار بمفرده.
- إن اخذ عنصر المخاطرة بعين الاعتبار عند تقييم أداء صناديق الاستثمار يؤدي إلى اختلاف نتائج تقييم الصناديق.
- يمكن استخدام صناديق الاستثمار للتأثير على وضع سوق الأوراق المالية وذلك من خلال قيام الحكومة بتشكيل صناديق استثمار احتياطية؛ أي بمعنى تخصص رؤوس أموال جاهزة بهدف الدخول في السوق، وشراء الأسهم في حالات انهيار الأسعار، ومن ثم الخروج من السوق عند تراجع الأزمة، وبدء الأسعار بالارتفاع.

المقترحات:

- عند إنشاء صناديق الاستثمار في سورية يجب التركيز على الجانب القانوني والتنظيمي لهذه الصناديق، وذلك خوفاً من تحولها إلى ما يشبه جامعي الأموال. فبالنظر إلى

الأزمة المالية الأخيرة نجد أن ضعف الرقابة، وانعدامها أحياناً، بالإضافة إلى الطمع والجشع أحياناً أخرى، كلُّها عوامل رئيسة في نشوء هذه الأزمة حيث تُعدُّ كفاءة المناخ القانوني ضروريةً جداً لنجاح هذه التجربة.

- يجب تخفيف المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار عند إنشائها في سورية بهدف تشجيع التعامل بها.

- يجب الاهتمام بزيادة عدد صناديق الاستثمار بشكل أكبر من الاهتمام بحجم هذه الصناديق، فعدد الصناديق يؤدي دوراً أكثر أهمية في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية.

- تقديم الحوافز بهدف تشجيع قيام صناديق استثمار تتعامل في قطاعات الاقتصاد الحقيقي، أو وجود صناديق متخصصة تسهم في تنشيط صناعة ما.

- التقييم المستمر والدائم لصناديق الاستثمار بهدف الوقوف بشكل دائم على حقيقة أدائها، وللتعرف على معوقات عملها.

- وجود مؤشر لقياس أداء صناديق الاستثمار إلى جانب مؤشر الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية.

- بغض النظر عن الجهة التي تؤسس الصندوق، فمن الضروري أن يُعهد بإدارة الصندوق إلى جهة ذات خبرة احترافية.

- بخصوص سوق مالية ناشئة، من الأفضل أن تتولى البنوك القيام بتأسيس صناديق الاستثمار على اعتبار مجموعة من العوامل:

- المركز المالي القوي للبنك بحيث يكون جاهزاً وبشكل دائم للإيفاء

باحتياجات الصندوق لمواجهة طلبات الاسترداد

- السمعة الجيدة للبنك والتي تكون ضرورية لتسويق وثائق صناديق الاستثمار.

- من الممكن لمدير الاستثمار الوطني أن يتشارك مع مدير استثمار أجنبي بهدف اكتساب الخبرة.

- يجب أن تكون الأهداف الاستثمارية للصناديق واضحة بهدف وضوح الرؤية أمام المستثمر.

- من الضروري توفر أدوات إدارة المخاطر في سوق الأوراق المالية، مثل العقود المستقبلية والخيارات، بهدف توفير الأمان للصناديق التي لا تحقق مستوى تنويع جيد.

المراجع العلمية:

المراجع باللغة العربية

- ١ . الأنصاري، أسامة عبد الخالق - ٢٠٠٨ - الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة □ دار السحاب للنشر والتوزيع □ مصر.
- ٢ . البرواري، شعبان محمد إسلام - ٢٠٠٢ - بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي - دار الفكر - دمشق.
- ٣ . البناء، محمد - ١٩٩٦ - أسواق النقد والمال: الأسس النظرية والعلمية - دار زهراء الشرق - القاهرة.
- ٤ . جمّال، ناجي - ١٩٩٨ - إدارة محفظة الأوراق المالية - المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع - لبنان.
- ٥ . جودة، صلاح السيد - ٢٠٠٠ - بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً - مكتبة ومطبعة الإشعاع الفذية - الطبعة الأولى - مصر.
- ٦ . حمادي عبد الكريم - ٢٠٠٠ - صناديق الاستثمار المشتركة - حلب .
- ٧ . حماد، طارق عبد العال - ٢٠٠١ - المشتقات المالية - الدار الجامعية - مصر.
- ٨ . الحمش، منير - ١٩٨٥ - دراسات في المالية العامة واتجاهاتها الحديثة .
- ٩ . حنفي، عبد الغفار □ ٢٠٠٥ □ أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية □ المدار الجامعية □ مصر.
- ١٠ . حنفي، عبد الغفار - قرياقص، رسمية - ١٩٩٥ - الأسواق والمؤسسات المالية - مؤسسة شباب الجامعة.
- ١١ . حنفي، عبد الغفار - أبو قحف، عبد السلام - ١٩٩١ - الإدارة الحديثة في البنوك التجارية - المدار الجامعية.
- ١٢ . حنفي، عبد الغفار - قرياقص، رسمية - ١٩٩٥ - مذكرات في الأسواق والمؤسسات المالية - مركز الإسكندرية للكتاب.
- ١٣ . حنفي، عبد الغفار - ٢٠٠٥ - أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - الدار الجامعية - مصر .
- ١٤ . خطيب، شذا جمال - ١٩٩٩ - الأزمة المالية والنقدية في دول جنوب شرقي آسيا - مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية.
- ١٥ . خطيب، شذا جمال - الركيبي، صفاق - ٢٠٠٢ - العولة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال - مؤسسة طابا - مصر.
- ١٦ . الراجحي، محمد صالح - ١٩٩٨ - دليل المستثمر في سوق الأسهم السعودية - مكتبة الشغري.
- ١٧ . رتيب، راجح - صناديق الاستثمار في ظل سياسة الخصخصة - كلية الحقوق - جامعة بني سويف.
- ١٨ . الرفاعي، عبد الهادي - ٢٠٠٥ - الارتباط والسلاسل الزمنية - جامعة تشرين - اللاذقية - سوريا.
- ١٩ . الزبيدي، حمزة محمود - ٢٠٠١ - الاستثمار في الأوراق المالية - مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع - الأردن - عمان.
- ٢٠ . الزحيلي، وهبة - ١٩٩٧ - التمويل وسوق الأوراق المالية (البورصة) - دار المكتبي - دمشق.

- ٢١ . زكي، رمزي - ٢٠٠٠ - المحنة الآسيوية (قصة صعود وهبوط دول المعجزات الآسيوية) - دار المدى للثقافة والنشر - سوريا.
- ٢٢ . السعدون، جاسم - ١٩٨٤ - مناخ الأزمة وأزمة المناخ - شركة الربيعان - الكويت.
- ٢٣ . السيد علي، عبد المنعم - ١٩٩٨ - دور الجهاز المصرفي والبنك المركزي في تنمية الأسواق المالية في البلدان العربية - مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية - أبو ظبي - الإمارات العربية المتحدة.
- ٢٤ . شبلي، علي - ١٩٦٢ - بورصة الأسواق المالية دراسة عملية وعملية - مكتبة النهضة المصرية - القاهرة.
- ٢٥ . الشعار، نضال - ٢٠٠٢ - الأسواق المالية: البورصة - دار الضاد - حلب.
- ٢٦ . عبد الحافظ السيد البدوي - إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة - دار الفكر العربي - القاهرة.
- ٢٧ . عبد العزيز عبد العزيز، محمد سمير - ١٩٨٨ - المدخل الحديثة في تمويل التنمية الاقتصادية - مؤسسة شباب الجامعة - مصر.
- ٢٨ . عبد الحميد، عبد المطلب - ٢٠٠١ - التمويل المحلي والتنمية المحلية - الدار الجامعية - مصر.
- ٢٩ . عبد الحميد، عبد المطلب - ٢٠٠٨ - البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها - الدار الجامعية - مصر.
- ٣٠ . عبد السلام، محمد موفق أحمد - ١٩٩٩ - دراسات عن الأقسام المختلفة بالبنوك التجارية - مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية - مصر.
- ٣١ . العتوم، شفيق □ العارودي، فتحي - ٢٠٠٠ - الأساليب الإحصائية - دار المناهج - عمان - الأردن.
- ٣٢ . العريبي، عصام فهد - ٢٠٠٢ - الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق) - دار الرضا للنشر - دمشق - سوريا.
- ٣٣ . عمر، حسين - الموسوعة الاقتصادية - دار الفكر العربي - القاهرة - ١٩٩٢.
- ٣٤ . عمر، محمد عبد الحليم - الجوانب الشرعية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية - مجلة الاقتصاد الإسلامي - العدد ٢٠٤، السنة ١٧.
- ٣٥ . غانم، محمد سلمان - ١٩٩٥ - الاقتصاد الكويتي إلى أين خواطر وتساؤلات - دار الطليعة - بيروت.
- ٣٦ . غنيم، حسين عطا الله - ٢٠٠٥ - دراسات في التمويل - المكتبة الأكاديمية □ مصر.
- ٣٧ . قاسم، منى - ١٩٩٥ - صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين - الدار المصرية اللبنانية - القاهرة.
- ٣٨ . كراجة، عبد الحليم - السكران، ياسر - رابعة، علي - مطر، موسى - يوسف، توفيق عبد الرحيم □ ٢٠٠٠ □ الإدارة والتحليل المالي □ دار صفاء للنشر والتوزيع □ عمان،
- ٣٩ . كنعان، علي - ٢٠٠٩ - الأسواق المالية - منشورات جامعة دمشق - سوريا.
- ٤٠ . لطفي، عامر - ١٩٩٩ - البورصة أسس الاستثمار والتوظيف - دار شعاع للنشر والعلوم - سوريا.
- ٤١ . محي الدين، عمرو - ٢٠٠٠ - أزمة النعمور الآسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة - دار الشروق - القاهرة.

- ٤٢ . محمد، محمود عبد ربه- ٢٠٠٠ □ طريقك إلى البورصة - الدار الجامعية- مصر.
- ٤٣ . المصري، حسني - ١٩٨١ - شركات الاستثمار - دار النهضة العربية
- ٤٤ . ملاك، وسام - ٢٠٠٣ - البورصات والأسواق المالية العالمية قضايا مالية ونقدية - بيروت - دار المذهل اللبناني.
- ٤٥ . المنذري، سليمان. ١٩٨٧ - الأسواق العربية لرأس المال - دار الرازي ، بيروت، لبنان.
- ٤٦ . المهيلي، عبد المجيد - ٢٠٠٤ - التحليل الفني للأسواق المالية - البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع □
- مصر
- ٤٧ . ميخائيل، نظير يوسف - ١٩٩٦ - صناديق الاستثمار كأحد الآليات المستخدمة في السوق المصري، أوراق بنك مصر البحثية، مركز بحوث بنك مصر.
- ٤٨ . الميداني، محمد أيمن عزت - ٢٠٠٢ - تطوير أسواق رأس المال في سورية - جمعية العلوم الاقتصادية - سورية.
- ٤٩ . النجار، فريد - ١٩٩٥ - البورصات والهندسة المالية - القاهرة
- ٥٠ . النجار، فريد - ٢٠٠٠ - الإدارة المالية الإستراتيجية والأسواق والمؤسسات المالية - القاهرة - بيت الإدارة للاستشارات والتدريب.
- ٥١ . هندي، منير إبراهيم - ١٩٩٤ - صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين - منشأة المعارف - الإسكندرية.
- ٥٢ . هندي، منير إبراهيم - ١٩٩٧ - الأوراق المالية وأسواق رأس المال - منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.
- ٥٣ . هندي، منير إبراهيم - ١٩٩٧ - الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر - المكتب العربي الحديث.
- ٥٤ . هندي، منير إبراهيم - ١٩٩٦ - الفكر الحديث في مجال الاستثمار - منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.
- ٥٥ . هندي، منير إبراهيم - ١٩٩٧ - سلسلة الأوراق المالية (٢) الأسواق الحاضرة والمستقبلية - المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية.
- ٥٦ . هندي، منير إبراهيم - ١٩٩٧ - إدارة الأسواق والمنشآت المالية - منشأة المعارف - الإسكندرية.
- ٥٧ . هندي، منير إبراهيم - قرياقص، رسمية زكي - ١٩٩٧ - الأسواق والمؤسسات المالية - جامعة الإسكندرية - الناشر قسم إدارة الأعمال - الإسكندرية.
- ٥٨ . هندي، منير إبراهيم - قرياقص، رسمية زكي - أسواق المال : المصادر والمؤسسات - جامعة الإسكندرية - الإسكندرية

المراجع باللغة الإنكليزية

1. Christy, G and Clendenin, J, **Introduction of Investment**, N.Y. McGraw-Hill, 1982.
2. David Black, **Financial Market and Analysis** – 1990.
3. Ernst & Whinney., **International Bank Accounting**, **Euromoney publications limited**, London, 1985.
4. French, D. **Security and Portfolio Analysis; Concepts and Management**. OH. : Merrill., 1989.
5. Friedman, M., and Schwartz, **A Money and Business Cycles. Review Of Economic and Statistics**, 45 (Feb. 1963), 32-87.
6. Gary P. Brinson et, **"Determent of Portfolio Performance"**, financial Analysts Journal, Jan-Feb – 1988.
7. Herbert, B. Mayo, **Investment Introduction**. Third ed. Dryden Press, 1991, P.P 422-424.
8. Gitman, L. , **Personal Finance** (2nd ed), I11.: The Deyden Press, 1981.
9. J. Madura, **Financial Markets and Institutions** (4th ed.; USA: SouthWestern College Publishing, 1998).
10. J.L. Brown & L.R., Howard., **Managerial Accounting and Finance** (5th edition) Macdonald & Evans, London 1992, pp 520 ff.
11. M.G. Blatt and Sheridan Titman, **Financial Markets and Corporate Strategy** (USA: McGraw - Hill Co., 1998).
12. M. Melvin, **International Money and Finance** (6th ed.; USA: Addison - Wesley Educational Publishers Inc., 2000).
13. M. Kohn - 1994 – **Financial institution and markets** - McGraw – Hill,inc
14. P. S. Rose, **Money and Capital Markets Financial Institutions and Instruments in a Global Marketplace** (International ed.; USA: Irwin McGraw - Hill, 2000).
15. P.G.A Howells & K. Bain - **Financial Markets and Institutions** – Longman group limited - London and new York – 1994.
16. Radcliff, R. **Investment: concepts, Analysis, and Strategy**.I11.: Scott, Foresman &comp. 1982.
17. Reilly Frank K., Brown Keith C., **Investment Analysis And Portfolio Management**

18. Robert D. Auerbach, **Money, Banking and Financial Markets** (3rded.; USA: Macmillan Publishing Company, 1988).
19. Stevenson, R. and Jennings, E. **Fundamentals of Investments**. Minn West Publishing Co. 1976.
20. Sharpe, W. and Alexander, G. **Investments** (4th ed) , Prentice Hall, 1990, p 651.
21. **Tokyo Stock Exchange** -2000- promotion of financing sector for Syria officials.

المراجع المترجمة

١. مينيكا، إدوارد - كورزيجا، زوريانا - ٢٠٠٦ - الإحصاء في الإدارة مع التطبيق على الحاسب الآلي - ترجمة سرور علي إبراهيم سرور - دار المريح - الرياض .

الندوات والمؤتمرات:

١. سليمان، محمود - ١٩٩٧ - صناديق الاستثمار - ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل - مدخل إداري واقتصادي - القاهرة - مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي
٢. صقر، عطية عبد الحليم - ١٩٩٧ - الإطار القانوني لصناديق الاستثمار - ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل - الإطار القانوني لصناديق الاستثمار - القاهرة - مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي
٣. الطيبي، السيد - ١٩٩٧ - تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر (دراسة نظرية وتطبيقية) - ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل - تقييم صناديق الاستثمار في مصر - القاهرة - مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي
٤. عبد السلام، آمال أحمد - ١٩٩٧ - الإطار القانوني لصناديق الاستثمار - ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل - الإطار القانوني لصناديق الاستثمار - القاهرة - مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي .
٥. عيسى، سيد - ١٩٩٧ - تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر - ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل - تقييم صناديق الاستثمار في مصر - القاهرة - مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي
٦. تهامي، عز الدين فكري - ١٩٩٧ - تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر: مدخل محاسبي كمي - ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل - الجوانب المحاسبية لصناديق الاستثمار - القاهرة - مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي
٧. خضور، رسلان - ١٩٩٧ - المقومات الاقتصادية للمناخ الاستثماري - سياسات الاستثمار في سورية - أعمال الندوة الاقتصادية السورية الألمانية.
٨. الخطيب، فوزي - ٢٠٠٣ - الأسواق المالية ودورها في التنمية - مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات - كلية الاقتصاد - جامعة تشرين.

٩. خليفة، عصام - ١٩٩٧ - تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر - ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل - تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر - القاهرة - مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي
١٠. سمك، نجوى عبد الكريم - ٢٠٠٠ - تقييم أداء صناديق الاستثمار المحلية في مصر - سلسلة أوراق كلية الاقتصاد والعلوم السياسية - جامعة القاهرة - العدد السابع.
١١. صقر، محمد - الأسواق المالية ودورها في التنمية - ٢٠٠٣ - مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات - كلية الاقتصاد - جامعة تشرين.
١٢. عبد الحق، بو عتروس - ٢٠٠٣ - إدارة وتنظيم بورصة القيم المنقولة - مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات - كلية الاقتصاد - جامعة تشرين.
١٣. كبيه، محمد - مؤشرات الأسواق المالية - ٢٠٠٣ - مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات - كلية الاقتصاد - جامعة تشرين.

رسائل الماجستير والدكتوراه:

١. عبد الرحيم، هشام محمد - ٢٠٠١ - استخدام أدوات الهندسة المالية في تطوير أداء صناديق الاستثمار المصرية - رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال - كلية التجارة
٢. سيد طه، بدوي - ٢٠٠٠ - عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية - رسالة دكتوراه - جامعة القاهرة .
٣. البخفاوي، هشام - ٢٠٠٦ - التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار - رسالة ماجستير - كلية الحقوق - جامعة القاهرة.
٤. خليفة، يسري محمد حين - ١٩٩٧ - إستراتيجية تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية - رسالة دكتوراه - كلية التجارة - جامعة القاهرة.
٥. حسن، سمير محمد علي - ٢٠٠٥ - قياس فاعلية وكفاءة سوق الأوراق المالية المصرية ودورها في عملية الإصلاح الاقتصادي - كلية التجارة - جامعة عين شمس.
٦. المنسي، أحمد عصام عبد الرحمن - تحليل السلاسل الزمنية لسوق الأوراق المالية المصرية - رسالة ماجستير - معهد الدراسات والبحوث الإحصائية - جامعة القاهرة.
٧. الندوى- خورشيد أشرف إقبال - ٢٠٠٥ - سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية المصرية - رسالة دكتوراه - كلية دار العلوم - جامعة القاهرة.
٨. مرهج، منذر عبد الكريم - ٢٠٠٤ - اثر إستراتيجية توقيت السوق على أداء الاستثمار في البورصة المصرية - رسالة دكتوراه - كلية التجارة بالإسماعيلية - جامعة قناة السويس - مصر.
٩. محمد، شاهيناز جمال الدين - ٢٠٠٣ - العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي - رسالة ماجستير - كلية الاقتصاد والعلوم السياسية - جامعة القاهرة.

١٠. عوض، سامح حمدان - ٢٠٠٤ - دور سوق الأوراق المالية في تمويل استثمارات الشركات المساهمة في مصر - رسالة ماجستير - كلية الاقتصاد والعلوم السياسية - جامعة القاهرة.
١١. طاحون، نصر علي أحمد - شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر - كلية الحقوق - جامعة القاهرة.

مواقع على شبكة الإنترنت:

<http://en.wikipedia.org/wiki/Mutual> .١
- wikipedia - Free Encyclopedia Funds

<http://www.jsc.gov.jo> .٢ هيئة الأوراق المالية □ الأردن

www.IMF.org .٣ صندوق النقد الدولي

www.amf.org.ae .٤ صندوق النقد العربي

www.arabtimes.com .٥

المنظمات الدولية:

- IMF International monetary fund .www.IMF.org
- AMF Arab monetary fund .www.AMF.org.ae

