

تقييم مستوى أداء صناديق الاستثمار المفتوحة باستخدام المقاييس المرجحة بالمخاطر بالتطبيق على سوق رأس المال المصري الباحث: محمد جاد حسن على

الملخص

تسعى الدراسة الحالية إلى تقييم أداء صناديق الاستثمار المفتوحة وتحديد العوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار حيث قامت الدراسة بإجراء الاختبارات على ٣٩ صندوق استثمار وذلك خلال الفترة الزمنية (2005- 2010) بعد استبعاد عام 2008م، حيث جاءت كل النتائج سالبة وبخسائر فاقت نسبة (53%). ولقد تم اختبار عدد من الفروض المتعلقة بمستوى الأداء باستخدام الأساليب والمركبة (ترينور، شارب، جنسن، M2)، بالإضافة لاستخدام نماذج الانحدار المتعدد التدريجي وذلك لاختيار أفضل طريقة لقياس الأداء وبما يحقق أهداف الدراسة الرئيسية والفرعية وتوصلت الدراسة إلى أهمية أخذ عنصر المخاطر في الحسبان خصوصاً المخاطر الكلية عند تقييم مستوى الأداء وضرورة التدقيق في سعر إصدار الوثائق عند إصدارها وأهمية إنشاء الصناديق الإسلامية، لما تحققه من مستوى أداء جيد وعدم السماح للشركات بإدارة أكثر من صندوقين على الأكثر وتفقو الصناديق التابعة لشركة هيرمس حيث سجلت مركزاً متميزاً من بين أفضل عشرة صناديق استثمارية.

Abstract

The current study seeks to determine the role of management companies and their importance in improving the performance of investment funds by identifying the main determinants affecting the performance of management companies and investment funds, as the study conducted tests on 39 investment funds during the period of time (2005-2010) after

excluding the year 2008 AD, Where all the results were negative and with losses exceeding (53%). A number of hypotheses related to the level of performance were tested using simple and compound methods (Trainor, Sharp, Jensen, M2), in addition to using progressive multiple regression models to choose the best way to measure performance and to achieve The objectives of the main and subsidiary study. The study concluded the importance of taking the risk component into account, especially the overall risks when assessing the level of performance and the necessity to check the price of issuing documents when issuing them and the importance of establishing Islamic funds, because of their good performance level and not allowing companies to manage more than two funds at most and the superiority of funds. The subsidiary of Hermes has registered a distinguished position among the ten best investment funds.

المبحث الأول : مقدمة الدراسة

تعد صناديق الاستثمار هي الوافد الحديث لسوق رأس المال المصري والتي من خلالها ستخرج البنوك التجارية المصرية من إطار العمل المصرفي التقليدي (عمليات الوساطة المالية) إلى دور أوسع وأكثر شمولاً يواكب التغيرات الدولية في الأداء المصرفي، وإن كانت صناديق الاستثمار في الأسواق الصاعدة تتسابق مع صناديق الاستثمار الدولية في إنجلترا وأمريكا للوصول إلى معدلات أفضل للأداء فيجب أن تصل صناديق الاستثمار المصرية الناشئة إلى هذا المستوى، وتعد صناديق الاستثمار من أهم صيغ تعبئة المدخرات في الوقت الحاضر ولا ريب أن ما نقرأه في كل يوم عن انتقال رؤوس الأموال الضخمة بغرض الاستثمار بين أسواق العالم إلا

شاهداً بأهمية هذه الصناديق التي من شأنها توجيه هذه الاستثمارات إلى تنمية النشاط الاقتصادي داخل الدولة .

أولاً : الدراسات السابقة :

ويهدف الباحث من استعراض الدراسات السابقة في مجال صناديق الاستثمار للوقوف على أهم النتائج والتوصيات التي خلصت إليها الدراسات السابقة حتى تكون لنا مرشداً في دراستنا .

قدم (2010) Jordanis⁽¹⁾ دراسة هدفها تحليل أثر هيكل الإدارة لمحافظ صناديق الاستثمار على أداء هذه الصناديق خلال الفترة (1997-2004)، وذلك خلال فترتي صعود وهبوط السوق المالي كما يلي: فترة صعود السوق (1997-2000)، وفترة هبوط السوق (2001-2004)، وتم تطبيق الدراسة على صناديق الاستثمار المفتوحة في الولايات المتحدة الأمريكية بحيث صنفت صناديق الاستثمار إلى ثلاث مجموعات هي: ١- الصناديق التي يتولى إدارتها شخص واحد ولكن لديه فريق من الاستشاريين، ٢- فريق يتولى إدارة الصندوق ولديه استشاري واحد، ٣- فريق إدارة الصندوق ولديهم فريق استشاريين.

استخدمت الأساليب الإحصائية (المتوسطات الحسابية، والانحراف المعياري) لوصف خصائص العينة، ثم استخدمت اختبار T.test، ومعاملات الارتباط، والانحدار في تحليل البيانات. وشملت الدراسة المتغيرات التفسيرية: هيكل إدارة الصندوق، هدف الصندوق (النمو- العائد)، العائد.

وكانت أبرز النتائج ما يلي:

- الصناديق التي يديرها فرد واحد أفضل من التي يديرها فريق إداري من حيث العائد المعدل بالمخاطر، وذلك في فترة هبوط الأسواق.
- أما في فترة صعود الأسواق فكان أداء صناديق الاستثمار التي يديرها فريق أفضل بالنسبة لصناديق النمو فقط.

أجرى العجواني (2016)^(٢) دراسة بعنوان أثر كفاءة إدارة مخاطر الاستثمار على أداء صناديق المفتوحة "دراسة تطبيقية". استهدفت الدراسة إلى التعرف

على أثر إدارة مخاطر الاستثمار على أداء الصناديق المفتوحة داخل سوق الأوراق المالية المصرية.

وكانت أهم النتائج ما يلي:

- وجود علاقة طردية بين كل من المخاطر المنتظمة، ومخاطر السوق وبين كفاءة الإدارة، فمع زيادة هذه المخاطر تظهر كفاءة المنظمة في إدارتها.
- ضرورة استخدام الأساليب الكمية والحاسب الآلى فى اتخاذ القرارات الاستثمارية وضرورة تدريب العاملين على تلك الأساليب لتطبيقها فى إدارة المخاطر وتحقيق الأهداف المرجوة.

قدمت رشا ز غلول (2017)⁽³⁾ دراسة تناولت فيها تأثير سياسة توزيع عائد نقدى للأرباح على أداء صناديق الاستثمار بالبورصة المصرية. استخدمت الدراسة عينة مختارة من ستة صناديق مفتوحة من مجتمع قوامه عشرة صناديق، وذلك خلال الفترة الزمنية (2006 - 2015). استخدمت الأساليب الإحصائية الوصفية: الوسط الحسابى، والنسب، والانحراف المعياري.

وتوصلت لأهم النتائج التالية:

- ضرورة إتباع مدير الصندوق سياسة توزيع ثابتة، وأن يحافظ على توزيع مستويات مستقرة من الأرباح وبمواعيد مستقرة وبشكل محدد وواضح، وذلك بهدف تجنب حدوث أى تغيرات فى سياسة التوزيع المتبعة، وعدم الاستجابة السلبية للمتعاملين فى ذلك الصندوق، حيث يتسم السوق المصرى بانخفاض درجة الرشد والوعى الاستثمارى.
- إدخال التغطية وإدارة المخاطر (المشتقات المالية) إلى سوق الأوراق المالية مثل حقوق الشراء والبيع، والعقود المستقبلية لتوفير أدوات إضافية لتخفيض مخاطر الاستثمار.
- ضرورة إعداد التقارير المالية والبيانات الإحصائية الكافية عن صناديق الاستثمار فى مصر من حيث حجم الصناديق والعائد، وإعداد مقارنات خاصة

بالصناديق ذات النوع الواحد، مما يسهل على المستثمر الاختيار والمفاضلة بينها.

ثانيا : مشكله الدراسة :

تتمثل مشكلة الدراسة في وجود فجوة بحثية نتيجة اختلاف نتائج الدراسات السابقة المتعلقة بمحددات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة حيث تبين من خلال الاطلاع على الدراسات السابقة واختلاف نتائجها، وبيانات أداء صناديق الاستثمار التي أظهرت تباين في مستويات الأداء إلى أهمية إيجاد علاقة بين مجموعة من المتغيرات التي بتواجدها معا يتحقق هدف الدراسة .

وتعالج الدراسة الحالية هذه المشكلة من خلال الإجابة على بعض التساؤلات التالية:

١- ما هي المحددات الرئيسية التي يجب توافرها لتحسين أداء صناديق الاستثمار؟

٢- ما هي العوامل المؤثرة في تباين معدلات الأداء بين الصناديق الاستثمارية؟

٣- ما هي أفضل المقاييس المركبة التي يمكن استخدامها مستقبليا لتقييم مستوى الأداء لصناديق الاستثمار وشركات إدارتها؟

ثالثا: الدراسة الاستطلاعية:

الاطلاع على التقارير المنشورة من بعض الجهات الرسمية منها على سبيل المثال: الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار (EIMA) وقد تلاحظ من خلال تلك التقارير وجود فوارق في متوسط مستوى أداء أفضل (١٠) صناديق استثمار والذي تمثل في (٢٧.١٩) % ومتوسط الأداء لأقل (١٠) صناديق استثمار والذي تمثل في (٨.٠٢) % على اختلاف أنواعها في سوق رأس المال المصري خلال فترة الدراسة (٢٠٠٥-٢٠١٠) مع استبعاد فترة الثورات والاضطرابات المالية والسياسية كما في العامين (2008، 2011م)، حتى لا تؤثر على نتائج الدراسة حيث تبين وجود فوارق كبيرة في مستوى الأداء مما دعا الباحث إلى تقييم مستوى أداء صناديق الاستثمار المفتوحة باستخدام المقاييس المرجحة بالمخاطر للوقوف على المحددات الرئيسية المؤثرة على الأداء خلال فترة الدراسة.(٢٠٠٥-٢٠١٠)

رابعاً: أهمية الدراسة :

يستمد البحث أهميته من عدة وجوه أهمها :

١ . الناحية العلمية:

تمثل الدراسة الحالية محاولة حديثة لتوصيف وتقييم المتغيرات المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار المفتوحة نتيجة لاختلاف الدراسات السابقة بشأن تلك المتغيرات بالإضافة إلى ذلك فإنه يمكن اعتبار الدراسة الحالية استكمالاً وإثراءً للأبحاث والدراسات الخاصة بصناديق الاستثمار ،حيث تلاحظ أن الدراسات في هذا المجال متنوعة ولها أبعاد كثيرة

٢ . **الناحية التطبيقية:** ويمكن تلخيص الأهمية العملية في العنصرين الأساسيين التاليين:

* العنصر الأول :

سوف تعكس النتائج المستخلصة من هذه الدراسة في إطار المنهجية المتبعة العوامل أو المتغيرات المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار ، والتي ستمثل بدورها الأساس الذي سيتم في ضوءه وضع نموذج كمي جديد للمتعاملين في صناديق الاستثمار تؤدي إلى تدعيم وتحسين القرارات الاستثمارية في الأصول المالية.

* العنصر الثاني:

المساهمة في رفع كفاءة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين عموماً وبصفة خاصة المستثمرين الأفراد والذين تزداد بزيادة معلوماتهم المالية لتعظيم ثروتهم المتوقعة، وهو ما يمثل تحقيق هدف الإدارة المالية .
خامساً: أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة الحالية في تقييم مستوى أداء صناديق الاستثمار المفتوحة باستخدام المقاييس المرجحة بالمخاطر ، ويتفرع من هذا الهدف الرئيسي مجموعة من الأهداف الفرعية التالية:

١ . قياس تأثير محددات أداء صناديق الاستثمار على معدلات أداء صناديق الاستثمار.

٢. تحديد العوامل المؤثرة في معدلات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة .
٣. تحديد كل من المتغيرات الرئيسية والفرعية المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار .

سادسا: مجتمع وعينة الدراسة :

* مجتمع الدراسة: يتضمن مجتمع الدراسة الحالية كلاً من:

صناديق الاستثمار الخاضعة للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ البالغ عددها (72) صندوق استثماري تعمل بالسوق المصري بالفترة الزمنية من 2005 إلى 2010م.
* عينة الدراسة: الصناديق التي تحقق عليها شروط الدراسة (٣٩) صندوق استثماري مفتوح .

سابعا: فروض الدراسة :

في ضوء مشكلة وأهداف الدراسة والإطار النظري لها، فإنها تستهدف بشكل جوهري اختبار الفروض التالية:
- الفرض الأول:

لا يوجد تأثير معنوي بين كل من المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة لقياس أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.
الفروض الفرعية:

- الفرض الفرعي الأول: لا يوجد اتفاق معنوي حول المتغيرات الرئيسية المؤثرة على معدلات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.
- الفرض الفرعي الثاني: لا يوجد اتفاق معنوي حول المتغيرات الفرعية المؤثرة على معدلات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.
- الفرض الفرعي الثالث: لا يوجد اتفاق حول المتغيرات الرئيسية والفرعية المؤثرة على معدلات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.

- الفرض الثاني:

"لا توجد علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة وبين المتغيرات التابعة لقياس أداء صناديق الاستثمار المفتوحة .

ثامنا: أسلوب الدراسة

١ – الدراسة النظرية :

وتشمل الكتب والمراجع والدوريات العلمية الخاصة بمجال الدراسة سواء العربية أم الأجنبية بالإضافة إلى النشرات والتقارير والأبحاث التي تعدها الجهات الرسمية المعتمدة .

٢ – الدراسة الميدانية :

الدراسة الميدانية: حيث يقوم الباحث بدراسة ميدانية لتحديد أهم العوامل المؤثرة في معدلات أداء صناديق الاستثمار بشكل عام والصناديق المفتوحة بشكل خاص .

تاسعا: مصدر البيانات وأنواعها :

(أ) المصادر الثانوية :

- يمكن تحديد البيانات التي تم الاعتماد عليها في تحقيق أهداف الدراسة في ضوء مشكلة الدراسة والمتغيرات المتعلقة بها واعتمد الباحث في تكوين الإطار النظري على الكتب العربية والأجنبية والمجلات والدوريات العلمية والأبحاث العلمية المتخصصة المنشورة وغير المنشورة أيضاً.
- تم الاعتماد على بعض البيانات الثانوية المنشورة وغير المنشورة ذات الصلة بموضوع الدراسة من خلال الرجوع إلى المكتبات، والدراسات والدوريات والنشرات والمقالات، وغيرها من مصادر جمع المعلومات.

(ب) المصادر الأولية :

١ - قائمة الاستبيان:

- تم جمع البيانات الأولية اللازمة للدراسة من خلال قائمة الاستبيان وذلك للحصول على البيانات من معدلات العائد الخاصة بعينة الدراسة (39) صندوق .
- تجميع بيانات عن معدلات الأداء لسوق الأوراق المالية بالبورصة المصرية (EGX30).
- تجميع البيانات عن معدلات العائد على أذون الخزانة لمدة (91) يوماً.

■ وذلك لاختبار صحة الفروض الخاصة بالدراسة.

٢- الدراسة التحليلية: تم تفرغ البيانات من استثمارات الاستبيان وتصنيفها وتبويبها لتسهيل عملية تحليلها وتفسيرها، وذلك لاستخلاص النتائج والتوصيات، ولقد تم تحليل البيانات التي تم الحصول عليها باستخدام الوسائل الإحصائية لاختبار صحة الفروض .

عاشرا: حدود الدراسة المكانية والزمانية:

لقد شملت الدراسة الحالية كل الصناديق الاستثمارية العاملة بالبورصة المصرية (EGX30) التي تحقق الشروط التي فرضت من قبل الباحث عليها، والتي من أهمها ألا يقل عمر الصندوق الاستثماري عن خمس سنوات، وأن يكون الصندوق يزاوِل نشاطه الاستثماري في السوق المصرية، وذلك خلال الفترة الزمنية (2005 - 2010) مع استبعاد عام 2008م.

حادي عشر: أساليب التحليل الإحصائي

استخدم الباحث الأساليب الإحصائية التالية لاختبار فروض الدراسة :

١- استخدام أسلوب الارتباط الخطي البسيط (Simple Linear

(Correlation

٢- استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear

:Regression)

ومن أجل تطبيق النماذج الإحصائية السالفة الذكر وتحقيق أهداف الدراسة الحالية، فقد تم اختيار كل من المتغيرات المستقلة، والمتغير التابع بعناية بالاعتماد والاسترشاد بالعديد من الدراسات السابقة وسوف نعرضها باختصار على النحو التالي:

أولاً: المتغيرات المستقلة:

يتناول الإطار النظري للدراسة الحالية نوعين من المتغيرات المستقلة هما:

أ- المتغيرات المتعلقة بصناديق الاستثمار التي قد تؤدي إلى تحسين أدائها مثل:

- الهدف الذى يحققه الصندوق الاستثماري (نمو رأسمالي - عائد دورى - نمو وعائد).
- القيمة الاسمية للوثيقة.
- طبيعة نشاط الاستثمارات للصندوق (الصناديق الإسلامية، الصناديق التقليدية).
- عمر الصندوق (بالسنين).
- المخاطر الكلية والمخاطر المنتظمة.
- مكونات محفظة الصندوق (أسهم - سندات - متوازن).
- ب- المتغيرات المتعلقة بشركات إدارة الصناديق الاستثمارية وتتمثل في:
 - هيكل إدارة الصندوق الاستثماري: وتتضمن إدارة وإشراف مدير واحد لصندوق استثماري واحد أو أكثر. ويصنف هيكل الإدارة حسب عدد الصناديق المشرف عليها إلى: (إدارة صندوق استثماري واحد - إدارة صندوقين - إدارة ثلاثة صناديق فأكثر).
 - معدل دوران الإدارة (سياسة الفصل والتعين): وتصنف من حيث طول الفترة الزمنية إلى: (قصيرة الأجل، ومتوسطة الأجل، وطويلة الأجل).
 - الحوافز المادية المعطاة لمديري الصناديق (حوافز حسن الأداء)، حيث يتم إعطائهم حوافز تسمى حوافز حسن الأداء والتي قد تتراوح نسبتها من (5%) إلى (10%).

ثانياً: المتغير التابع:

يمثل مستوى أداء الصناديق الاستثمارية المفتوحة المتغير التابع في الدراسة الحالية، ويتم قياسه وفقاً لأساليب تقييم الأداء الشائعة مثل مقاييس ترينور، وشارب، وألفا جنسن وغيرها من الأساليب المرجحة بالمخاطر المستخدمة في تقييم مستوى أداء الصناديق الاستثمارية .

المبحث الثاني : صناديق الاستثمار

مفهوم صناديق الاستثمار:

شركات وصناديق الاستثمار هي مؤسسات مالية تقوم بتجميع الأموال من عدد كبير جداً من المستثمرين من خلال بيع "حصص ملكية". ويتم بعد ذلك توظيف هذه الأموال في شراء أسهم وسندات شركات ناجحة ومتميزة أي في سلة من الأوراق المالية وتخدم هذه الصناديق كبار المستثمرين وصغارهم وخاصة وأنها تحقق "التنوع" اللازم لتقليل المخاطر للمستثمر الصغير بصورة خاصة^(٤).

نشأة صناديق الاستثمار:

لا يوجد اتفاق بين الباحثين على تحديد الزمان والمكان الذى شهد بداية ظهور صناديق الاستثمار، حيث ترى إحدى الدراسات أن نشأة صناديق الاستثمار تعود إلى الاسكتلنديين عام ١٨٧٠ فى شكل الصناديق المغلقة Closed End Fund ذات رأس المال الثابت، ثم انتقلت الفكرة إلى الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٢٤ واتخذت شكل الصناديق المفتوحة End Fund Open ذات رأس المال المتغير، وأدى انتشارها بالولايات المتحدة إلى إصدار القانون الذى ينظم عملها عام ١٩٤٠^(٥). وترى دراسة أخرى أن صناديق الاستثمار ظهرت فى مطلع القرن التاسع عشر فى هولندا نتيجة لظهور شركات الاستثمار بها ثم انتقلت بعد ذلك إلى فرنسا ثم بريطانيا واتخذت شكل الصناديق المغلقة حتى عام ١٩٣٠ حيث ظهرت الصناديق المفتوحة فى بريطانيا، ولم تظهر الصناديق فى الولايات المتحدة الأمريكية حتى نهاية الحرب العالمية الأولى، وكانت الصناديق المغلقة هى المسيطرة فى فرنسا منذ عام ١٩٤٥ حتى عام ١٩٦٤ الذى شهد ظهور الصناديق المفتوحة بها ثم انتقال التجربة إلى الدول النامية مثل الهند وتايلاند والفلبين وهونج كونج^(٦).

وتؤكد الدراسات السابقة استمرار الجدل بين الباحثين حول مكان ظهور أول صندوق استثمار والتاريخ الذى تأسس فيه وذلك على المستوى العالمى أما على المستوى المصرى فإن أول صندوق استثمار تم تأسيسه عام ١٩٩٤ وهو الصندوق الأول للبنك الأهلى المصرى ذو العائد التراكمى والذى بدأ ممارسة نشاطه فى

١٠/٦/١٩٩٤ ثم صندوق بنك الإسكندرية الأول ذو العائد الدوري والنمو الرأسمالي بتاريخ ١٠/٢٧/١٩٩٤ إلى أن بلغ عددها ٢١ صندوق في يونيو ٢٠٠٢ وبلغ قيمة رأس المال السوقى لها عند الإصدار حوالى ٨١٣٠ مليون جنيها وظهر أول قانون لتنظيم عمل صناديق الاستثمار فى عام ١٩٩٢ وهو القانون رقم ٩٥.

سوف نتناول نوعين من أنواع صناديق الاستثمار طبقاً لطبيعة رأس المال:

أنواع صناديق الاستثمار طبقاً لطبيعة رأس المال ووثائق الاستثمار:^(٧)

١. الصناديق المغلقة Closed End-Fund:

هي تلك الصناديق التي تصدر بها وثائق مقابل رأسمالها بالكامل مرة واحدة للاكتتاب العام ويظل رأس المال ثابتاً بدون تغيير ولذلك تسمى بالصناديق ذات رأس المال الثابت Fixed-Capital Fund، ويعنى ذلك أن الصندوق غير ملزم برد الأموال التي حصل عليها إلى المستثمرين، وأن من يرغب في استرداد أمواله فعليه بيع وثائق الاستثمار التي يمتلكها في البورصة.

١- الصناديق المفتوحة Open End-Fund:

وهى الصناديق التي يتسم رأسمالها بالتغير مع حركة طلبات الاسترداد بواسطة المستثمرين، حيث ينخفض رأس المال عن طريق قيام المستثمرين فيها باسترداد قيمة وثائقهم من الصندوق، وقد يتم زيادة رأس المال بإصدار وثائق جديدة سواء كبدل للوثائق المستثمرة أو لزيادة رأس المال في حالة وجود طلب من المستثمرين الجدد.

المبحث الثالث : التحليل الاحصائى واختبار الفروض

يعتمد تقييم صناديق الاستثمار على مكونين رئيسيين هما العائد والمخاطرة المرتبطة بذلك العائد، ويقصد بالعائد مقدار الزيادة التي قد تطرأ على رأس المال المستثمر نتيجة استثماره، أما المخاطرة فهي تصف التقلبات في العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة، وبالتالي لا يمكن تقييم أداء الصناديق الاستثمارية بشكل دقيق بمعزل عن قياس العائد والمخاطرة معاً. ويمكن تصنيف المخاطر الاستثمارية بشكل رئيسي إلى المخاطر المالية، والمخاطر المادية، والمخاطر التشغيلية. ويهدف تحديد تلك

المخاطر والتنبؤ بها إلى تقليل فرص حدوثها، أو ربما إن أمكن منع وقوعها مستقبلياً، لأن معالجة المخاطر حال وقوعها قد يخفف من تبعاتها وأثارها السلبية على الاستثمار، كما أن دراسة تلك المخاطر يُمكن أصحاب القرار الاستثماري من كيفية معالجة تلك المخاطر وتحجيمها بالمستقبل.

أولاً : خطوات التحليل الإحصائي :

١- أجريت الدراسة الحالية خلال الفترة الزمنية من 2005 إلى 2010، مع استبعاد سنة 2008، وقد جاء استبعاد هذه السنة كما سبق أن أوضحنا، بسبب تأثر البورصة المصرية بالأزمة المالية العالمية بشكل كبير، حيث جاءت كل النتائج سالبة وبخسائر فاقت نسبة (53%) من سوق البورصة المصرية، لهذا ركزت الدراسة الحالية بالتحديد على السنوات الخمس الآتية: (2005 ، 2006 ، 2007 ، 2009 ، 2010)، وهي السنوات التي كانت فيها صناديق الاستثمار تعمل بشكل طبيعي، حيث بلغ معدل العائد على الاستثمار لسوق الأوراق المالية المصرية خلال تلك الفترة وبالترتيب: 146% ، 100.6% ، 57.68% ، 36.56% ، 12.83%، وبمتوسط معدل عائد على الاستثمار خلال تلك الفترة مقداره (52.63%).

٢- احتساب العوائد الأسبوعية لكل من صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية، بتجميع الأسعار الأسبوعية لوثائق الصناديق الداخلة في الدراسة خلال فترة التحليل معدلة بالتوزيعات، وكذلك قيم المؤشر العام لهيئة سوق المال الأسبوعية المناظرة لأسعار وثائق صناديق الاستثمار الأسبوعية.

٣- احتساب المتوسط السنوي لعوائد الصناديق الاستثمارية المصرية خلال سنوات الدراسة.

٤- احتساب معامل الانحراف المعياري ومعامل بيتا لكل صندوق استثماري بدأ مزاوله نشاطه قبل بداية عام 2005 حتى نهاية 2010، وكذلك أيضاً تم احتساب متوسط مجموع عوائد الصناديق الاستثمارية الداخلة في الدراسة، والجدول (٣- ١) يبين كيفية احتساب معامل الانحراف المعياري (المخاطر

- الكلية) بالنسبة للمؤشر العام للسوق المصري، أما الجدول (٣- ٢) فيبين كيفية احتساب معامل الانحراف المعياري (المخاطر الكلية)، ومعامل بيتا (المخاطر المنتظمة)، بالإضافة إلى حساب معامل الارتباط السنوي بين العوائد الأسبوعية لكل من سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
- ٥- تم احتساب معامل التحديد عن طريق إيجاد مربع معامل الارتباط بين العوائد الأسبوعية لكل من سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، وكذلك احتساب متوسط ذلك المعامل للصناديق.
- ٦- احتساب المقاييس المركبة (ترينور، شارب، ألفا جنسن، M^2)، لتقييم صناديق الاستثمار خلال فترة الدراسة وذلك وفقا للأسس التالية:
- محفظة السوق المستخدمة هي المؤشر العام لهيئة سوق المال.
 - العائد الخالي من المخاطر هو متوسط العائد علي أدون الخزانة لمدة (91) يوما، حيث أن عائد أدون الخزانة الحكومية تمثل أقل أنواع المخاطر التي تكاد تكون منعدمة، وتم احتساب متوسط العائد الأسبوعي علي أدون الخزانة لنفس فترة الدراسة.
 - باستخدام الخطوات السابقة تم احتساب المقاييس: شارب، وترينور، وجنسن ألفا، و M^2 لصناديق الاستثمار خلال فترة الدراسة، وكذلك متوسط المؤشرات الأربعة المذكورة سلفا للصناديق .
 - ولقد تم تخصيص نموذج لكيفية احتساب معامل الانحراف المعياري بالنسبة للمؤشر العام للسوق المصري، وكذلك إعطاء نموذج لكيفية احتساب كلا من معامل الانحراف المعياري (المخاطر الكلية)، ومعامل بيتا (المخاطر المنتظمة (Systematic Risks)، ومعامل الارتباط (Correlation Coefficient).
 - يتم قياس المخاطر الكلية (Total Risk) للاستثمار بالتباين (Variance) أو باستخدام الانحراف المعياري (Standard Deviation)، حيث تتكون المخاطر الكلية من جزئيين أساسيين هما: المخاطر المنتظمة (Systematic Risks)، والمخاطر غير المنتظمة (Nonsystematic Risks). وتجدر

الإشارة إلى أن المخاطر غير المنتظمة يمكن تخفيضها أو التغلب عليها بإتباع سياسة التنويع (diversification)، بينما تبقى المخاطر المنتظمة التي لا يمكن تخفيضها بالتنويع، وتعرف بأنها تلك المخاطر التي يتحملها المستثمرون، ويتم قياسها عادة باستخدام معامل بيتا (Beta Coefficient).
 ■ المخاطر الكلية للصندوق (الانحراف المعياري): تم قياس المخاطر الكلية للصندوق الاستثمار بالانحراف المعياري لعوائد الصناديق الاستثمارية محل الدراسة، وذلك باستخدام البيانات الربع السنوية لعوائد صناديق الاستثمار لإيجاد الانحراف المعياري على أساس ربع سنوي.

■ المخاطر المنتظمة للصندوق (معامل بيتا Beta Coefficient): تم قياس المخاطر المنتظمة للصندوق كأحد المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تفسر أداء صناديق الاستثمار باستخدام معامل بيتا.

ويمكن حساب معامل بيتا كمقياس للمخاطر المنتظمة من خلال قسمة التباين (التباين المشترك) بين عائد الصندوق وعائد محفظة السوق مقسوماً على تباين عائد محفظة السوق خلال فترة الدراسة.

وبتطبيق معادلة الانحراف المعياري أعلاه على مؤشرات البورصة المصرية (CASE 30) نحصل على المؤشر العام للسوق المصري كما هو مبين بالجدول (٣-١) التالي:

جدول (٣-١) كيفية احتساب معامل الانحراف المعياري بالنسبة للمؤشر العام للسوق المصري

السنوات	M*	\bar{M}	M-M	$(M-\bar{M})^2$	
2005	1.46	0.5263	0.9337	0.871796	
2006	0.1006	0.5263	-0.4257	0.1812205	
2007	0.5768	0.5263	0.0505	0.0025503	
2009	0.3656	0.5263	-0.1607	0.0258245	
2010	0.1283	0.5263	-0.398	0.158404	
المجموع	2.6313			1.239795	Σ
متوسط مجموع المربعات = التباين					$\Sigma (M-\bar{M})^2/5$
الانحراف المعياري = الجذر التربيعي الموجب للتباين					σ_m

حيث أن:

M^* : المتوسط السنوي للعوائد

σ : الانحراف المعياري

ويقدم الجدول التالي مثال لكيفية احتساب: الانحراف المعياري، ومعامل بيتا، ومعامل الارتباط لأحد الصناديق الاستثمارية وهو صندوق البنك الأهلي المصري الأول (صندوق مفتوح).

جدول (٣-٢) احتساب معامل الانحراف المعياري ومعامل بيتا ومعامل الارتباط

الانحراف المعياري: صندوق البنك الأهلي المصري الأول (صندوق مفتوح)					
السنوات	C1	\bar{C}	$C1 - \bar{C}$	$(C1 - \bar{C})^2$	
2005	0.5678	0.1924	0.3754	0.1409252	
2006	-0.1103	0.1924	-0.3027	0.0916273	
2007	0.2655	0.1924	0.0731	0.0053436	
2009	0.2124	0.1924	0.0200	0.000400	
2010	0.0266	0.1924	-0.1658	0.027489	
المجموع				1.239795	Σ
				0.265786	$\Sigma (C1 - \bar{C})^2 / 5$
				0.230558	σ_1

متوسط مجموع المربعات = التباين (σ^2)
الانحراف المعياري = الجذر التربيعي الموجب للتباين

معامل الارتباط - معامل بيتا: صندوق البنك الأهلي المصري الأول (صندوق مفتوح)

السنوات	C1	M	$C1 \times M$	$Cov(C1, M)$	
2005	0.5678	1.46	0.828988	0.3505109	
2006	-0.1103	0.1006	-0.011096	0.1288594	
2007	0.2655	0.5768	0.1531404	0.0036916	
2009	0.2124	0.3656	0.07765344	-0.003214	
2010	0.0266	0.1283	0.0034128	0.065988	
المجموع			1.0520984	0.545836	Σ
				0.2104197	$\Sigma (C1 \times M) / 5$
				0.230558	σ_1
				0.95080419	$r_{(C1,m)}$

$[n \Sigma (C1 \times M)] - (\Sigma C1) (\Sigma M) = 0.1091596$
 $\sigma_1 \times \sigma_m = 0.1148075$
 $B_{(C1, m)} = 0.4402634$

تقييم مستوى أداء صناديق الاستثمار المفتوحة باستخدام المقاييس المرجحة بالمخاطر والتطبيق على سوق رأس المال ...

محمد جاد حسن على

يمكن حساب معامل بيتا بالجدول (٣ - ٢) أعلاه كالتالي:

$$B_{(C1, m)} = \frac{\sum[Cov(C1, M)]}{\sum(M - \bar{M})^2} = \frac{(0.0545836/5)}{0.247955} = 0.4402634$$

جدول (٣ - ٣) كيفية احتساب معامل الارتباط بيرسون بين لعوائد صناديق البنك الأهلي وعوائد السوق

(C1) ²	(M) ²	C1×M	C1	M	السنوات
0.322397	0.871796	0.828988	0.5678	1.46	2005
0.0121661	0.1812205	-0.0110962	-0.1103	0.1006	2006
0.0704903	0.0025503	0.1531404	0.2655	0.5768	2007
0.0451138	0.0258245	0.0776534	0.2124	0.3656	2009
0.007076	0.158404	0.00341278	0.0266	0.1283	2010
0.4508745	2.62451	1.05209838	0.962	2.6313	المجموع

$$r_{(C1, m)} = \frac{n\sum(C1 \times M) - (\sum C1)(\sum M)}{\sigma_1 \times \sigma_m} = \frac{5 \times 1.052098 - (0.962)(2.6313)}{0.230558 \times 0.497955} = 0.95080419$$

حيث أن: $\sigma_1 \times \sigma_m = [n\sum(M)^2 - (\sum M)^2]^{0.5} \times [\sum(C1)^2 - (\sum C1)^2]^{0.5}$

ويمكن بنفس الطريقة احتساب كلا من: متوسط العائد السنوي، والانحراف المعياري، ومعامل بيتا، ومعامل الارتباط لكل صندوق من الصناديق الاستثمارية المشمولة بالدراسة.

ثانياً : اختبار الفروض

الفرض الأول:

لا يوجد تأثير معنوي بين كل من المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة لقياس أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.

ولاختبار صحة الفرص تمت مقارنة نتائج نماذج الانحدار المتعدد حسب مقياس مستوى الأداء.

ونستعرض فيما يلي ملخص لنتائج تطبيق نماذج الانحدار المتعدد التدريجي يشمل جميع المتغيرات المستقلة ذات التأثير المعنوي من الناحية الإحصائية على مستوى أداء الصناديق موزعة حسب مقياس مستوى الأداء المستخدم، وذلك بهدف المقارنة بينها ومعرفة أفضل تلك النماذج والذي يناسب البيانات بالفترة الزمنية محل الدراسة وكذلك الصناديق الاستثمارية الخاضعة للدراسة.

جدول (٣ - ٤) مقارنة النتائج للمتغيرات ذات الدلالة الإحصائية على المتغير التابع حسب مقياس مستوى الأداء

مقياس مستوى الأداء (المتغير التابع)				المتغيرات المستقلة
M ²	جنسن	شارب	ترينور	
0.011	*	*	*	عمر الصندوق
0.021	*	0.007	*	شركة الإدارة هيرمس
*	0.000	*	0.000	المخاطر الكلية
*	*	*	0.000	المخاطر المنتظمة
*	0.001	0.016	*	الصناديق الإسلامية
*	0.040	0.002	*	القيمة الاسمية للوثيقة
*	*	0.020	*	إدارة 3 صناديق فأكثر
*	*	*	0.042	صناديق الأسهم

المتغير المستقل يكون غير معنوي إحصائياً إذا كانت (Sig. > 0.05)، وذلك عند ($\alpha = 0.05$)

يوضح الجدول (٣ - ٤) أعلاه أن المتغيرات المحددة لمستوى أداء الصناديق الاستثمارية بغض النظر عن المتغير التابع هي: عمر الصندوق، أن تتولى شركة هيرمس الإدارة، المخاطر الكلية، المخاطر المنتظمة، الصناديق الإسلامية، القيمة الاسمية للوثيقة، وإدارة عدد ثلاثة صناديق فأكثر، ونوعية صناديق الأسهم.

ونقدم فيما يلي مقارنة بين أهم نتائج نماذج الانحدار التدريجي للمقاييس المستخدمة في تقييم مستوى الأداء للصناديق الاستثمارية (حيث تعبر قيم كل مقياس عن المتغير التابع)، وتم المقارنة بينها حسب معامل التحديد (القدرة التفسيرية)، والقدرة التنبؤية للنموذج، ... إلخ، وذلك بهدف اختيار أفضل هذه النماذج. جدول (٣- ٥) مقارنة بعض مؤشرات نتائج تحليل الانحدار التدريجي موزعة حسب مقياس الأداء

مقياس مستوى الأداء (المتغير التابع)				المؤشرات الإحصائية
M ²	جنس	شارب	ترينور	
0.491	0.800	0.680	0.780	معامل الارتباط (R)
0.241	0.640	0.462	0.609	معامل التحديد (R ²)
0.201	0.606	0.395	0.573	معامل التحديد المعدل (Adj. R ²)
6.036 (0.005)	18.976 (0.000)	6.879 (0.000)	17.099 (0.000)	قيمة أداة اختبار (F)
1.680	2.006	2.150	1.953	قيمة أداة اختبار الارتباط الذاتي (DW)
2	3	4	3	عدد المتغيرات ذات المعنوية الإحصائية
41	36	37	37	إجمالي عدد الصناديق بالتحليل الإحصائي*

تم حذف الصناديق ذات القيم السلبية لمقاييس الأداء من التحليل الإحصائي لتصبح كما هي بالجدول أعلاه.

ويوضح الجدول (٣- ٥) أعلاه أن أفضل المقاييس المستخدمة لتقييم الأداء هو مقياس جنس من حيث معامل التحديد والذي يفسر (64%) من التغيرات في مستوى أداء الصناديق وشركات إدارتها، وكذلك من حيث القدرة التنبؤية للنموذج والتي تصل إلى (61%) تقريبا، كما أن عدد المتغيرات المؤثرة معنويا على مستوى الأداء عددها ثلاثة محددات وهي: المخاطر الكلية (0.000)، الصناديق الإسلامية (0.001)، والقيمة الاسمية للوثيقة (0.040).

ولقد تم قياس مستوى الأداء للصناديق وشركات إدارتها باستخدام مقاييس الأداء البسيطة والمركبة، وقد أظهرت بعض نتائج الدراسة الحالية ما يلي:

- تحتل الصناديق الاستثمارية التابعة لشركة الإدارة هيرمس (ص. بنك فيصل الإسلامي، ص. بنك القاهرة الأول، ص. بنك البركة الإسلامي، ص. البنك المصري الخليجي) نسبة (40%) من أفضل عشرة صناديق حسب متوسط العائد البسيط.
- تمثل الصناديق الاستثمارية التابعة لشركة الإدارة هيرمس (ص. ثمار، ص. كريدي مصر- الثالث، ص. كريدي مصر- الثاني) نسبة (30%) من أفضل عشرة صناديق حسب مقياس المخاطر الكلية، حيث تؤدي تدخلات الإدارة الكفاء إلى تراجع المخاطر الكلية بإتباع طريقة التنويع (أي بزيادة عدد الأوراق المالية في الصندوق)، مما يؤدي إلى تراجع المخاطر غير المنتظمة، حيث أن المخاطر غير المنتظمة هي فقط التي يتم يمكن التغلب عليها وتخفيضها بالتنويع، وخير مثال على تطبيق ذلك شركة هيرمس. ولمزيد من الإيضاح لدور شركات الإدارة في تحسين أداء الصناديق الاستثمارية نقدم الجدول التالي الذي يبين أنه على الرغم من تبعية الصندوق (صندوق بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث) لشركة ناجحة مثل "شركة هيرمس" إلا أنه قد لا يحقق نفس مستوى النجاح لصندوق آخر تابع لنفس الشركة غير أنه بسبب تأثير اختلاف الإدارة.

جدول (٤-٦) مقارنة مستوى الأداء لصندوقين من الصناديق الاستثمارية التابعة لشركة الإدارة

هيرمس

الصندوق		البيان
بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث	بنك كريدي أجريكول مصر - الثاني	
1999	1997	بدء النشاط
1000	100	سعر الإصدار
نقدية	أسهم	المحفظة المالية
3.9% (الترتيب: 40)	16.3% (الترتيب: 21)	متوسط الأداء
3.9% (الترتيب: 40)	91.4% (الترتيب: 7)	مقياس ترينور
-91.9% (الترتيب: 40)	100.4% (الترتيب: 8)	مقياس شارب
-5.6% (الترتيب: 40)	6.8% (الترتيب: 16)	مقياس جنسن
5.2% (الترتيب: 40)	22.2% (الترتيب: 7)	مقياس M ²

ويتضح من الجدول (٤-٦) أعلاه الذي يقارن بين صندوقين من صناديق شركة الإدارة هيرمس، حيث يحقق أحدهما (ص. بنك كريدي أجريكول مصر - الثاني) مستوى أداء أفضل من نظيره (ص. بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث) بسبب اختلاف المدير، فقد تلاحظ على الصندوق الأول انخفاض القيمة الاسمية للوثيقة (100) عن مثيلاته في الصندوق الثاني (1000)، كما أن محفظته المالية تعتمد على الأسهم مقارنة بالصندوق الآخر الذي تعتمد محفظته المالية على النقدية.

المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية المؤثرة على مستوى أداء صناديق الاستثمار والتي تخص شركات الإدارة حسب مقاييس الأداء المركبة المختلفة كانت كما يلي:

- شركة الإدارة "هيرمس"، هيكل الإدارة "عدد الصناديق التي تتولى إدارتها الشركة" (ثلاثة صناديق فأكثر). أما الحوافز المادية المقدمة للمديرين، ومعدل دوران الإدارة (سياسة الفصل والتعيين) فلم يكن لها تأثير معنوي على مستوى الأداء.
- وتبرز هذه النتائج أعلاه دور الإدارة في تحسين مستوى أداء صناديق الاستثمار حيث تتحكم الإدارة غالبا في تسعير الوثيقة، كما أن شركة الإدارة هيرمس تحقق نتائج أفضل من حيث قيمة معدل العائد المرجح بالمخاطر، كذلك يوجد تأثير لعدد الصناديق المشرف عليها مدير واحد.
- كما أن هناك تأثيرا معنويا واضحا لشركات الإدارة على معدلات أداء صناديق الاستثمار، فقد تبين أن اختلاف شركات الإدارة للصناديق يؤدي لوجود اختلافات معنويا كبيرا في مستوى أداء تلك الصناديق، ويدعم ذلك وجود التأثير المعنوي للمتغيرات التي تخص شركات الإدارة التالية: القيمة الاسمية، نوعية الصناديق الإسلامية، عدد الصناديق التي تتولى إدارتها شركة الإدارة، تولى شركة هيرمس الإدارة، وعدد صناديق الإدارة الواحدة ... وغيرها، وتبعاً لذلك فإننا

نرفض الفرض الرئيسي القائل بأنه لا يوجد تأثير معنوي بين كل من المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة لقياس أداء صناديق الاستثمار المفتوحة وقبول الفرض البديل.

وسوف نختبر الفروض الفرعية المنبثقة من الفرض الرئيسي على النحو التالي:

ثانياً: الفروض الفرعية:

الفرض الفرعي الأول:

لا يوجد اتفاق معنوي حول المتغيرات الرئيسية المؤثرة على معدلات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.

لقد أوضحت الدراسة الحالية أن المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية المؤثرة على مستوى أداء الصناديق الاستثمارية، وشركات إدارتها تنحصر في المتغيرات الآتية: عمر الصندوق، المسئول عن الإدارة (شركة هيرمس)، المخاطر الكلية، المخاطر المنتظمة، الصناديق الإسلامية، القيمة الاسمية للوثيقة، وتولي شركة الإدارة إدارة ثلاثة صناديق فأكثر، ونوعية الصناديق (الأسهم).

وتتفق هذه النتائج العامة جزئياً مع بعض الدراسات السابقة وتختلف مع بعضها الآخر كالآتي:

المسئول عن إدارة الصندوق (شركة هيرمس):

لا توجد دراسات محلية على حد علم الباحث- تقارن بين شركات الإدارة من حيث تأثيرها على مستوى أداء صناديق الاستثمار، لكن الدراسة الحالية أوضحت أنه إذا كانت شركة هيرمس هي المسئولة عن إدارة الصناديق يكون مستوى الأداء أفضل بالمقارنة مع غيرها من شركات الإدارة الأخرى.

المخاطر الكلية:

تتفق نتائج الدراسة الحالية مع نتائج دراسة (Das et al(2002 حيث أكدت الدراسة الأخيرة على وجود تأثير عكسي للمخاطر الكلية على أداء الصندوق الاستثماري.

المخاطر المنتظمة:

تتفق نتائج الدراسة الحالية مع نتائج كلا من الدراستين (Gallagher(2002);Peterson et al(2001 التي تؤكد نتائج كل منهما على

وجود تأثير عكسي للمخاطر المنتظمة على أداء صندوق الاستثمار (بمعنى أن اتجاه العلاقة بينهما عكسية)، بينما تختلف عنهما دراسة (Clifford et al, 2013) حيث أوضحت أن المخاطر غير المنتظمة هي المؤثرة بشكل كبير على أداء الصناديق بينما المخاطر المنتظمة غير مؤثرة عليها.

الصناديق الإسلامية:

أوضحت الدراسة الحالية أن الصناديق الإسلامية تفوقت على الصناديق التقليدية في تأثيرها الجيد على مستوى أداء صناديق الاستثمار، وهو ما أشارت إليه (بطريقة غير مباشرة) دراسة (Fikriyah A et al., 2007) التي أظهرت تفوق أداء الصناديق الإسلامية على الصناديق التقليدية (التجارية) خصوصا أثناء الظروف الاقتصادية المتوقعة الانخفاض، حيث يتميز مديري تلك الصناديق الإسلامية بالخبرة الطويلة والمكانة الاجتماعية الرفيعة كما سبق إيضاحه.

القيمة الاسمية للوثيقة:

تؤكد دراسة كلا من: المسيري (2006)، (Aigbe et al. (2004) على وجود علاقة عكسية بين سعر الإصدار (القيمة الاسمية للوثيقة عند الإصدار) ومعدل العائد الذي يحققه المستثمر في تلك الوثائق، وهو ما يؤكد نتائج الدراسة الحالية ويدعمها.

هيكل الإدارة "عدد صناديق الإدارة الواحدة":

أكدت دراسة المسيري (2006) نتائج دراستنا حيث أثبتت أن زيادة عدد صناديق الإدارة الواحدة (ثلاثة صناديق فأكثر) له تأثير معنوي (سالِب) على مستوى أداء الصناديق، وعلى النقيض فإن إدارة صندوقين فأقل ليس له تأثير معنوي ايجابي على مستوى الأداء.

نوعية الصناديق (الأسهم):

أوضحت الدراسة الحالية أن نوعية صناديق الأسهم تعتبر أفضل من الصناديق الأخرى ولها تأثير معنوي ايجابي على مستوى أداء صناديق الاستثمار، وهذا ما أكدته العديد من الدراسات السابقة منها على سبيل المثال دراسة (Dietz, 1968). ولاشك أن للإدارة دور في اختيار مكونات المحفظة المالية وتنوعها.

وتأسيسا على ما سبق، فإننا نقبل الفرض الفرعي الأول القائل بأنه لا يوجد اتفاق معنوي حول المتغيرات الرئيسية المؤثرة على معدلات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة

الفرض الفرعي الثاني:

لا يوجد اتفاق معنوي حول المتغيرات الفرعية المؤثرة على معدلات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.

لقد أظهرت نتائج الدراسة الحالية أن هناك تباينا واضحا في تقييم مستوى أداء صناديق الاستثمار تبعا لتباين الأساليب المستخدمة في هذا التقييم والمتمثلة في الأساليب البسيطة والأساليب المركبة. وتؤكد النتائج وجود اختلاف في ترتيب أفضلية الصناديق حسب المؤشر البسيط، فقد تبين (على سبيل المثال) أن أفضل صندوق حسب متوسط العائد هو صندوق بنك فيصل الإسلامي، بينما كان أفضل صندوق من حيث تعرضه للمخاطر الكلية والمنتظمة (الأقل) هو صندوق بنك مصر إيران الثاني النقدي، في حين وجد أن صندوق البنك المصري لتنمية الصادرات "الخبير" هو أقل الصناديق تعرضا للمخاطر النسبية، كما تبين نتائج تقييم مستوى الأداء المركبة أن أفضل عشرة صناديق تختلف فيما بينها وبين مقياس الأداء البسيط فمثلا نجد أن صندوق بنك البركة الإسلامي يحقق المركز الثاني حسب مقياس ترينور، والمركز السادس حسب مقياس جنسن، بينما يحقق المركز السابع حسب متوسط العائد، والمركز الثالث عشر حسب مقياس شارب، مما يدل على اختلاف تقييم المقاييس البسيطة عن المركبة.

كما أظهرت نتائج الدراسة الحالية بالمبحث الأول بالفصل الثالث أن الصناديق الإسلامية تستحوذ على المرتبة الأولى في نتائج تطبيق كل مقاييس التقييم المركبة رغم اختلاف قيم تلك المقاييس، وتتفوق حتى على المؤشر العام لسوق الصناديق الاستثمارية المشمولة بالدراسة خلال فترة الدراسة.

وتتوافق نتائج تطبيق مقاييس الأداء الأربعة وإن اختلفت قيمها، فقد وجد أن الصناديق الإسلامية تأتي بالمقدمة من حيث أفضلية مستوى الأداء، ثم يتبعها صناديق

الأسهم، ثم الصناديق المختلطة، وتأتي صناديق السندات في المرتبة الأخيرة دائماً. ويظهر بوضوح وجود اختلاف في ترتيب أداء صناديق الاستثمار وفقاً لمقياس الأداء المستخدم، فقد وجد أن "صندوق بنك القاهرة الأول" جاء بالترتيب الثالث حسب متوسط العائد السنوي البسيط (32.2%)، وحقق ترتيب أقل في حالة أخذ المخاطرة في الاعتبار، فقد جاء بالترتيب السابع عشر (77.6%) عندما أخذت المخاطر الكلية في الاعتبار وفقاً لمقياس شارب، والترتيب الثاني والعشرون (42.4%) عندما أخذت المخاطر المنتظمة بعين الاعتبار وفقاً لمقياس ترينور، بينما حقق الترتيب الرابع (19%) وفقاً لمقياس ألفا جنسن عند أخذت المخاطر المنتظمة، ومخاطر السوق في الحسبان، وقد أكدت تلك النتائج دراسة (الحمودني، 2011) حيث أشارت إلى وجود تباين في تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفقاً لمؤشرات (شارب، ترينور، جنسن). ويعزى (Jones (2000, P. 597 ذلك الاختلاف بين مقاييس الأداء (شارب، ترينور، جنسن) في ترتيب الصناديق إلى انخفاض درجة التنوع بالمحفظة الاستثمارية.

كما أظهرت نتائج الدراسة الحالية وجود توافق بين نتائج تطبيق مقاييس الأداء الأربعة وإن اختلفت قيمها، فقد وجد أن الصناديق الإسلامية تأتي بالمقدمة من حيث أفضلية مستوى الأداء، ثم يتبعها الصناديق من نوعية الأسهم، ثم الصناديق المختلطة، وتأتي صناديق السندات في المرتبة الأخيرة دائماً.

وقد أوضحت الدراسة الحالية أن المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية المؤثرة على مستوى أداء الصناديق (بغض النظر عن أسلوب قياس المتغير التابع) تنحصر في المتغيرات الآتية: عمر الصندوق، المخاطر الكلية والمنتظمة، الصناديق الإسلامية، القيمة الاسمية للوثيقة، ونوعية الصناديق (الأسهم).

وتتفق هذه النتائج العامة جزئياً مع بعض الدراسات السابقة وتختلف مع بعضها الآخر كالآتي:

عمر الصندوق:

لقد أكدت ودعمت نتائج الدراسة الحالية كلا من دراسة Gallagher (2000) و O'Neal and Page (2002) حيث أشارت هاتين الدراستين لوجود

علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية معنوية بين عمر الصندوق ومستوى أدائه، كما أشارت دراسة (Adkisson and Fraser (2003) إلى تفوق أداء الصناديق الأقل عمراً على أداء الصناديق الأخرى الأطول عمراً، بينما تختلف نتائج الدراستين لكل من (Carhart (1997);Blake and Morey (2000) مع نتائج الدراسة الحالية.

المخاطر الكلية:

تتفق نتائج الدراسة الحالية مع نتائج دراسة (Das et al(2002) حيث أكدت على وجود تأثير عكسي للمخاطر الكلية على أداء الصندوق الاستثماري.

المخاطر المنتظمة:

تتفق نتائج الدراسة الحالية مع نتائج كلا من الدراستين (Gallagher(2002); Peterson et al(2001) التي تؤكد نتائج كل منهما على وجود تأثير عكسي للمخاطر المنتظمة على أداء صندوق الاستثمار (بمعنى أن اتجاه العلاقة بينهما عكسية)، بينما تختلف عنهما دراسة (Clifford et al(2013) حيث أوضحت أن المخاطر غير المنتظمة هي المؤثرة بشكل كبير على أداء الصناديق بينما المخاطر المنتظمة غير مؤثرة عليها.

الصناديق الإسلامية:

أوضحت الدراسة الحالية أن الصناديق الإسلامية تفوقت على الصناديق التقليدية في تأثيرها الجيد على مستوى أداء صناديق الاستثمار، وهو ما أشارت إليه (بطريقة غير مباشرة) دراسة (Fikriyah A et al., 2007) التي أظهرت تفوق أداء الصناديق الإسلامية على الصناديق التقليدية (التجارية) خصوصاً أثناء الظروف الاقتصادية المتوقعة الانخفاض.

القيمة الاسمية للوثيقة:

تؤكد دراسة كلا من: المسيري (2006)، (Aigbe et al. (2004) على وجود علاقة عكسية بين سعر الإصدار (القيمة الاسمية للوثيقة عند الإصدار) ومعدل العائد الذي يحققه المستثمر في تلك الوثائق، وهو ما يؤكد نتائج الدراسة الحالية ويدعمها.

نوعية الصناديق (الأسهم):

أوضحت الدراسة الحالية أن نوعية صناديق الأسهم تعتبر أفضل من الصناديق الأخرى ولها تأثير معنوي ايجابي على مستوى أداء صناديق الاستثمار، وهذا ما أكدته العديد من الدراسات السابقة منها على سبيل المثال دراسة (Dietz, 1968).

وقد أظهرت نتائج دراسات أخرى وجود تأثير معنوي لمتغيرات أخرى على أداء الصناديق كما يلي:

أثبتت دراسة رانية عزمي (2005) انه يوجد ارتفاع في أداء الصناديق إذا كان الهدف من الصندوق هو النمو الرأسمالي (وجود علاقة طردية بين هدف النمو وبين أداء الصندوق)، وهو ما أكدته دراسة (Volkman and Wohar 1995)، عدم وجود علاقة بين حجم الصندوق وأدائه، كذلك لا يوجد تأثير لعمر الصندوق على الأداء.

تأسيساً على ما سبق فإننا نقبل الفرض الفرعي الثاني لا يوجد اتفاق معنوي حول المتغيرات الفرعية المؤثرة على معدلات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة

الفرض الفرعي الثالث :

لا يوجد اتفاق حول المتغيرات الرئيسية والفرعية المؤثرة على معدلات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.

من خلال عرض كل ما سبق توصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد اتفاق تام حول محددات مستوى الأداء، سواء بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة، ولا بين أساليب التقييم المركبة فيما يخص كلا من العوامل المؤثرة في دور شركات الإدارة (الفرض الفرعي الأول) وتلك المؤثرة في أداء الصناديق الاستثمارية (الفرض الفرعي الثاني)، الأمر الذي يدفعنا لقبول الفروض الفرعية القائلة بأنه لا يوجد اتفاق معنوي حول العوامل المؤثرة في كلا مما يلي: دور شركات الإدارة، العوامل المؤثرة في مستوى أداء الصناديق، وكذلك المتغيرات الرئيسية والفرعية المؤثرة على

تقييم مستوى أداء صناديق الاستثمار المفتوحة باستخدام المقاييس المرجحة بالمخاطر والتطبيق على سوق رأس المال ...

محمد جاد حسن على

صناديق الاستثمار، كما أنه لا يوجد اتفاق بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة حول محددات الأداء الرئيسية والفرعية مما يدفعنا إلى :

قبول الفرض الفرعي الثالث، القائل بأنه لا يوجد اتفاق حول المتغيرات الرئيسية والفرعية المؤثرة على معدلات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.

جدول (٤-٧) نتائج اختبارات فروض الدراسة

نتيجة اختبار الفرض	الفرض
وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين من المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة لقياس أداء صناديق الاستثمار المفتوحة الأمر الذي يعنى عدم قبول الفرض الأول وقبول الفرض البديل	الفرض الرئيسي: "لا يوجد تأثير معنوي بين كل من المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة لقياس أداء صناديق الاستثمار المفتوحة"
فإننا نقبل الفرض الفرعي الأول القائل بأنه لا يوجد اتفاق معنوي حول المتغيرات الرئيسية المؤثرة على معدلات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.	الفرض الفرعي الأول: "لا يوجد اتفاق معنوي حول المتغيرات الرئيسية المؤثرة على معدلات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة"
نقبل الفرض الفرعي الثاني لا يوجد اتفاق معنوي حول المتغيرات الفرعية المؤثرة على معدلات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة سواء بين الدراسة الحالية	الفرض الفرعي الثاني: "لا يوجد اتفاق معنوي حول المتغيرات الفرعية المؤثرة على معدلات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة"
قبول الفرض الفرعي الثالث، القائل بأنه لا يوجد اتفاق حول المتغيرات الرئيسية والفرعية المؤثرة على معدلات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.	الفرض الفرعي الثالث لا يوجد اتفاق حول المتغيرات الرئيسية والفرعية المؤثرة على معدلات أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.

المصدر : من إعداد الباحث بناء على تحليل نتائج الدراسة الميدانية.

الاستنتاج النهائي:

أثبتت الدراسة الحالية أنه عند بناء نماذج الانحدار المتعدد التدريجي، باستخدام مقاييس الأداء الأربعة لقياس المتغير التابع، أن مقياس ألفا جنسن هو أفضل تلك المقاييس المرجحة بالمخاطر المستخدمة لتقييم مستوى أداء صناديق الاستثمار وقد يرجع ذلك للأسباب الآتية:

- لأنه يفسر (64%) من التغيرات في مستوى أداء الصناديق وشركات إدارتها.
- مقياس ألف جنسن يتفوق على المقاييس الأخرى من حيث القدرة التنبؤية للنموذج والتي تصل إلى (61%) تقريبا.
- احتواء النموذج عدد محدود من المتغيرات المؤثرة معنويا على مستوى الأداء والتي انحصرت بالترتيب في المتغيرات التفسيرية التالية: المخاطر الكلية (0.000)، الصناديق الإسلامية (0.001)، والقيمة الاسمية للوثيقة (0.040).

المبحث الرابع : أهم النتائج والتوصيات

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- (١) يقود صندوق بنك فيصل الإسلامي جميع الصناديق الاستثمارية من حيث أفضلية مستوى الأداء عموماً، والصناديق التابعة لشركة هيرمس خصوصاً، محققاً مركزاً متميزاً من بين أفضل عشرة صناديق استثمارية، فنجده حقق المركز الأول حسب نتائج تطبيق كل مقاييس تقييم مستوى الأداء المركبة (شارب، جنسن، M^2) باستثناء مقياس ترينور حيث حقق الصندوق المركز التاسع.
- (٢) أهمية دور شركات الإدارة في تحسين أداء صناديق الاستثمار، حيث وجد أن صناديق الاستثمار التابعة لشركة هيرميس تأتي ضمن أفضل عشرة صناديق دائماً.
- (٣) الصناديق الإسلامية تأتي بالمقدمة من حيث أفضلية مستوى الأداء، ثم تتبعها صناديق الأسهم، ثم الصناديق المختلطة، وتأتي صناديق السندات في المرتبة الأخيرة دائماً.
- (٤) عند بناء نماذج الانحدار المتعدد التدريجي، باستخدام مقاييس الأداء الأربعة لقياس المتغير التابع، يفضل استخدام مقياس ألفا جنسن لتقييم مستوى أداء صناديق الاستثمار وذلك لأنه يفسر (64%) من التغيرات في مستوى أداء الصناديق وشركات إدارتها، كما أنه يتفوق على المقاييس الأخرى من حيث

القدرة التنبؤية للنموذج والتي تصل إلى (61%) تقريبا، بالإضافة إلى احتواء النموذج عدد محدود من المتغيرات المؤثرة معنويا على مستوى الأداء والتي انحصرت بالترتيب في المتغيرات التفسيرية التالية: المخاطر الكلية (0.000)، الصناديق الإسلامية (0.001)، والقيمة الاسمية للوثيقة (0.040).

ومن أهم التوصيات التي توصلت إليها الدراسة:

- أهمية عنصر المخاطر الكلية عند تقييم مستوى أداء صناديق الاستثمار المفتوحة.
- ضرورة التدقيق في سعر إصدار الوثائق عند إصدارها بما يتناسب مع الموقف المالي للصندوق والتوسع في الصناديق أهمية إنشاء الصناديق الإسلامية، لما تحققه من مستوى أداء جيد .
- عدم السماح للشركات بإدارة أكثر من صندوقين استثماريين على الأكثر حيث توصلت دراستنا ودراسة (المسيري 2006) أن زيادة عدد الصناديق للإدارة الواحدة له تأثير معنوي (سالبي).
- التركيز على شركات الإدارة (هيرميس) حيث تحتل مركز متقدم دائما فيما يخص مستوى الأداء الجيد مقارنة بشركات الإدارة الأخرى،
- ينبغي استخدام مقياس ألفا جنسن عند التنبؤ بمستوى أداء الصناديق الاستثمارية.
- العمل على زيادة إنشاء الصناديق الإسلامية، لما تحققه من مستوى أداء جيد خصوصا أثناء ظروف الاقتصاد متوقعة الانخفاض.
- ينبغي استخدام مقياس ألفا جنسن عند التنبؤ بمستوى أداء الصناديق الاستثمارية لأنه يحقق قدرة تفسيرية وتنبؤية أفضل لمستوى أداء صناديق الاستثمار مقارنة بمقاييس الأداء الأخرى المستخدمة بالدراسة الحالية (تريبور، شارب، M^2).
- ينبغي توسيع عينة صناديق الاستثمار التي تشملها الدراسات المستقبلية (خصوصا الصناديق المغلقة) بحيث تكون النتائج دقيقة وممتثلة لمجتمع الدراسة.
- ضرورة استخدام مقاييس مختلفة عن مقاييس الأداء المرجحة بالخطر وذلك لتحليل المقياس المسئول عن مخاطر خسارة الاستثمار.

المراجع :

- (1) Karagiannidis Jordanis, (2010), "Management team structure and mutual fund performance" - Journal of International Financial Markets. Institutions and Money. Vol. 20, no.2, April 2010, Pages 197-211 .
- ٢- حنان مجدى محمود العجوانى : "أثر كفاءة إدارة مخاطر الاستثمار على أداء الصناديق المفتوحة: دراسة تطبيقية" رسالة ماجستير غير منشورة ، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، القاهرة، ٢٠١٦ .
- ٣- رشا محمد زغول، أثر سياسة توزيع عائد نقدى للأرباح على أداء صناديق الاستثمار بالبورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية- مصر، المجلد الثامن، العدد الثالث، ٢٠١٧، ص ٢٨٦-٣٠٩ .
- ٤- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مركز التنمية الإدارية، جامعة الإسكندرية، ١٩٩٥ .
- ٥- السيد الطيبى، "تقييم تجربة صناديق الاستثمار فى مصر: دراسة نظرية وتطبيقية"، مؤتمر صناديق الاستثمار فى مصر، جامعة الأزهر، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامى، ١٩٩٧ .
- ٦- محمد عثمان إسماعيل حميد، التمويل والإدارة المالية فى منظمات الأعمال: تقييم الأداء والتخطيط المالى وتقييم الأصول وأسواق رأس المال ومصادر التمويل، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٠ .
- ٧- نظير رياض محمد، الإدارة المالية والعولمة، المكتبة العصرية، المنصورة، ٢٠٠١ .