محددات أداء محافظ الأوراق المالية
دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري

دكتور

محمد محمود عبد العليم

أستاذ إدارة الأعمال المساعد

أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

الملخص:

استهدفت الدراسة استكشاف أثر محددات إدارة محافظ الأوراق المالية في كل من العائد المرجح بالمخاطر الكلية والعائد المرجح بالمخاطر المنتظمة و العائد الإضافي غير العادي لصناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. ولتحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضيتها تم الاعتماد على البيانات الأسبوعية لصناديق الاستثمار وكذلك القوائم المالية، وبلغت عينة الدراسة (٣٠) صندوق استثمار ممثلة لمجتمع الدراسة بالسوق المال المصري خلال الفترة الممتدة من ٢٠٠٥ وحتى ٢٠٢٠، ولاختبار درجة التأثير؛ فقد تم استخدم تحليل الانحدار المتعدد. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لأساليب إدارة محافظ الأوراق المالية التالية {المخاطر غير المنتظمة، المخاطر المنتظمة، التوقيت السوقي، التنويع، سياسة الاستثمار الدفاعية، مصروفات الصندوق} في العائد المرجح بالمخاطر الكلية. ووجود تأثير معنوي لأساليب إدارة محافظ الأوراق المالية التالية {التنويع، المخاطر غير المنتظمة، استراتيجية التوقيت السوقى، القدرة على الاختيار} في العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة. كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لأساليب إدارة محافظ الأوراق المالية التالية {القدرة على الاختيار، التنويع، المخاطر المنتظمة، المخاطر غير المنتظمة، حجم الأموال المستثمرة، سياسة الاستثمار الهجومية، سياسة الاستثمار الدفاعية، مصروفات الصندوق} في العائد الإضافي غير العادي.

الكلمات المفتاحية:

إدارة محـافظ الأوراق الماليـة، صـناديق الاسـتثمار، أداء المحفظـة، نسـبة شارب، نسبة ترينور، ألفا جنسن.

Abstract:

The study aimed to explore the effect of securities portfolio management determinants on the total risk-weighted return, the systematic risk-weighted return, and the additional abnormal return for investment funds listed on the Egyptian stock market. To achieve the objectives of the study and test its hypothesis, we relied on weekly data for investment funds as well as financial statements, and the study sample was (30) investment funds representative of the study population in the Egyptian financial market during the period extending from 2005 to 2020, and to test the degree of influence; Multiple regression analysis was used. The study found a significant impact of the following securities portfolio management methods {unsystematic risks, systematic risks, market timing, diversification, defensive investment policy, fund expenses} on the total risk-weighted return. There is a significant impact of the following stock portfolio management methods {diversification, unsystematic risks, market timing strategy, ability to choose} on the return weighted by systematic risks. The study also found a significant effect of the following stock portfolio management methods {the ability to choose, diversification, systematic risks, unsystematic risks, the size of invested funds, offensive investment policy, defensive investment policy, fund expenses} on the additional extraordinary return.

Key words: Capital Structure; Debt; Equity; Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE).

أولًا: مقدمة

تنص نظرية الاستثمار على أن العلاقة بين العائد والمخاطر هي العامل الرئيس لفهم أداء المحفظة المالية. فكلما ارتفعت مخاطر الأصول، ارتفعت العوائد المطلوبة لتحمل تلك المخاطر، وهو ما يعني في حد ذاته تقييمًا أفضل للأداء (Awoye 2016)، (McKenzie 2017)، (Chikwira and Mohammed 2023).

لقد كان متغير المخاطر موضوع العديد من الدراسات منذ العشرينيات من القرن التاسع عشر، إلا أن عمل "نظرية المحفظة" لماركويتز ١٩٥٢ هو الذي ربط بين المخاطر والربحية بطريقة عقلانية، في محاولة لتقليل مخاطر الاستثمار إلى الحد الأدنى عند مستوى معين من المكاسب المتوقعة. قام شارب ١٩٦٤ بتطوير نموذج يصف العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM). في حين يفترض نهج الأداء التقليدي الذي طوره جنسن ١٩٦٨ أن معايير المخاطر ثابتة خلال فترة التقييم. ووفقا للنموذج؛ يعتمد العائد الإضافي للمحفظة نحو المعدل الخالي من المخاطر على المعلمة "بيتا". وبالتالي؛ يمكن تفسير ألفا على أنها عائد إضافي (إيجابي أو سلبي) يتم الحصول عليه، بالإضافة إلى محفظة في إطار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Shahi and Shaffer 2017). ولتقدير كل عنصر من عناصر إسهام المدير في العائد الإضافي، لدينا النموذج الذي طوره ترينور والذي يربط بطريقة غير خطية بين العائد الإضافي للمحفظة والعائد الإضافي للسوق؛ من خلال دراسة عينة من ٥٧ صندوقَ استثمارٍ مشتركًا، حيث وجدوا أن المديرين كان لديهم انتقائية، ولكن ليس لديهم توقيت (Tchamyou, Asongu and Finance 2017) (Chikwira and Mohammed 2023).

أحد التدابير المشروطة التي تم اقتراحها هو الأخذ في الاعتبار تقييم أداء المحفظة على أساس استراتيجية الاستثمار التي تؤديها المعلومات العامة. يعتمد تقييم

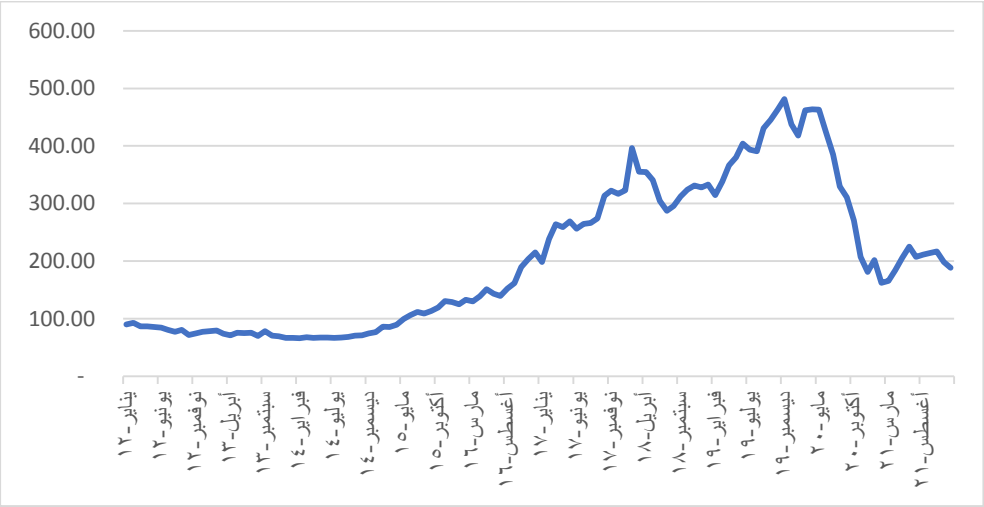
أداء المحفظة لصناديق الاستثمار المشتركة على أساس CAPM المشروط، على المعلومات العامة لمتغيرات الاقتصاد الكلي (Singh and Tandon 2022).

يرتبط أحد أهم التطورات في تقييم أداء المحفظة باستخدام النماذج الشرطية، التي تقيم مديري المحافظ مع الأخذ في الاعتبار المعلومات العامة المتاحة في وقت توليد العوائد. وكذلك استراتيجيات الاستثمار والاختيار، وكذلك درجة التنويع ومصاريف وحجم المحفظة. إن الغرض من هذه الدراسة هو محاولة الوقوف على العوامل التي تؤثر في أداء صناديق الاستثمار لعينة من الصناديق المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري. حيث إن تقييم أداء المحفظة يُعد أحد أكثر الموضوعات إثارةً للاهتمام في مجال التمويل؛ لأنه لم يجذب الانتباه فقط من قِبل الممارسين ولكن أيضا تحفيزًا للعديد من الدراسات في الأدبيات الأكاديمية. ولا تزال السوق المصرية، على وجه الخصوص، غير مستكشفةٍ إلى حدٍ كبير(الأحمد & كنجو ٢٠١٣).

ثانيًا: مشكلة البحث

١- الدراسة الاستطلاعية:

من أجل تحديد مشكلة الدراسة؛ قام الباحث بإجراء دراسة استكشافية للوقوف على متوسط أداء صناديق الاستثمار على أساس شهري، وذلك على مستوى جميع صناديق الاستثمار محل الدراسة الاستطلاعية خلال الفترة الزمنية الممتدة من ٢٠١٢/١/١ وحتى ٢٠٢١/١٢/٣١، ويوضح الشكل الآتي أداء صناديق الاستثمار ككل خلال الفترة الممتدة من ٢٠١٢/١/١ وحتى ٢٠٢١/١٢/٣١:



شكل رقْم (١)

متوسط أداء صناديق الاستثمار خلال الفترة من ٢٠١٢/١/١ وحتى ٢٠٢١/١٢/٣١

المصدر: من إعداد الباحث؛ نتائج تحليل عائد الصناديق خلال فترة الدراسة الاستطلاعية.

يتضح من الشكل السابق (١) تذبذب مستوى أداء صناديق الاستثمار بسوق الأوراق المالية المصري ما بين الارتفاع والانخفاض، حيث يتضح تذبذب الأداء خلال عام ٢٠١٢، ثم يشهد عام ٢٠١٣ تطورًا ملحوظًا في أداء الصناديق، ويمتد هذا التطور حتى شهر مايو ٢٠١٤، ثم يلاحق ذلك انخفاض ملحوظ في أداء الصناديق. ومما سبق يتضح ما يأتي:

- هناك تذبذب في أداء هذه الصناديق، والذي انخفضت مستوياته لما دون معدل العائد الخالي من المخاطر ومعدل عائد السوق في كثيرٍ من الحالات.
- لوحظ أن معدلات العائد المرتفعة تركزت عند بداية الفترة المدروسة، والتي ترافقت مع حالة صعود في السوق المالي، حيث انخفضت هذه المعدلات وبنسبٍ كبيرة مع بداية هبوط السوق.

- تعاني العديد من صناديق الاستثمار التي غطتها الدراسة من تحقيق خسائر وانخفاض في معدلات الأداء.
- بدراسة مستويات أداء الصناديق؛ تبين أنه رغم المخاطر التي يتحملها المستثمر جراء الاستثمار في صناديق الاستثمار، فإن معدل العائد المحقق كان أقل من معدل العائد الخالي من المخاطر في ٨٠% من حالاته.
- أظهرت مقاييس الأداء المستخدمة ضعف أداء صناديق الاستثمار بشكلٍ عام، وعدم قدرتها في التفوق على السوق، رغم ما شهده من تحركات صعود وهبوط خلال فترة التقييم
- بدراسة أداء صناديق الاستثمار على حدة؛ اتضح انخفاض كفاءة مديري صناديق الاستثمار في اختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة وللتوقيت السوقي المناسب، والتنويع الجيد لمحافظ الصناديق ولسياسات الاستثمار.

٢ـ مشكلة الدراسة:

يتضح مما سبق وجود مشكلة حقيقية تواجه المسؤولين عن تشكيل وإدارة المحافظ الاستثمارية لصناديق الاستثمار، والتي تتلخص في انخفاض كفاءة إدارة المحافظ؛ مما يستلزم بناء إطار علمي للوقوف على محددات أداء صناديق الاستثمار بسوق الأوراق المالية.

ثالثًا: أهداف البحث

يتمثل الهدف الرئيس لهذه الدراسة في محاولة الوقوف على محددات أداء محافظ الأوراق المالية لصناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. ولتحقيق الهدف الرئيس تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف الفرعية الآتية:

١ـ بيان محددات أداء محافظ الأوراق المالية بسوق الأوراق المالية المصري.
٢ـ بيان تأثير محددات أداء محافظ الأوراق المالية في العائد المرجح بالمخاطر الكلية.
٣ـ بيا تأثير محددات أداء محافظ الأوراق المالية في العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة.
٤ـ بيان تأثير محددات أداء محافظ الأوراق المالية في العائد الإضافي غير العادي.

٥- تقديم مجموعة من التوصيات التي قد تفيد القائمين على إدارة محافظ الأوراق المالية موضع الدراسة لرفع مستوى أداء المحافظ.

رابعًا: فروض البحث:

تأسيسًا على طبيعة المشكلة، وأهداف الدراسة، فقد وضع الباحث الفروض الآتية:

١- يوجد تأثير معنوي لمحددات أداء محافظ الأوراق المالية في العائد المرجح بالمخاطر الكلية "مؤشر شارب".

٢- يوجد تأثير معنوي لمحددات أداء محافظ الأوراق المالية في العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة "مؤشر ترينور".

٣- يوجد تأثير معنوي لمحددات أداء محافظ الأوراق المالية في العائد الإضافي غير العادي "مؤشر جينسن".

خامسًا: أهمية البحث:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية متغيراتها (Ewen and Rieger 2020)، وتنبع أهمية الدراسة من محورين أساسيين، هما:

١ـ أهمية الدراسة من الناحية الأكاديمية:

١/١: تُعد الدراسة من المحاولات التي تسعى إلى الوقوف على محددات أداء محافظ الأوراق المالية لصناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصري.

٢/١: هناك قصور في الدراسات -بصفة عامة- فيما يتعلق بالعوامل المؤثرة في أداء محافظ الأوراق المالية؛ لذلك فإن الدراسة الحالية تُعد من المحاولات التي تسعى نحو التغلب على هذا القصور.

٣/١: تسعى الدراسة إلى توجيه اهتمام المستثمر في سوق الأوراق المالية المصري خصوصًا المستثمر المؤسسي؛ للوقوف على العوامل المؤثرة في أداء محافظ الأوراق المالية بصورة مبتكرة؛ تقوم على أساليب علمية لتحسين أداء محافظ الأوراق المالية.

٢- أهمية الدراسة من الناحية التطبيقية:

تتمثل أهمية الدراسة من الناحية التطبيقية في نقاط عدة على النحو الآتي:

١/٢: سوف تُفعّل الدراسة قدرة كلٍ من مديري المحافظ والمنشآت المالية من تخصيص الموارد المالية على الاستثمارات المالية بصورة أكثر كفاءة، واختيار أسلوب التحوط الملائم.

٢/٢: تفيد الدراسة في تقديم دليل تجريبي حول مدى إمكانية الاستفادة من مزايا العديد من السياسات والاستراتيجيات في إدارة محافظ الأوراق المالية، وفقًا لأسلوب علمي وذلك عند تكوين محفظة الأوراق المالية الخاصة بصناديق الاستثمار.

٣/٢: تُعد الدراسة من المحاولات المبكرة التي تسعى إلى تحليل مدى كفاءة الاعتماد على استراتيجيات لإدارة المحافظ المالية بسوق المال المصري.

سادسًا: الدراسات السابقة:

أظهرت الدراسات السابقة عدة محددات للأداء المالي لصناديق الاستثمار. على وجه التحديد، تأثر أداء الصناديق بشكل إيجابي بتركيز المحفظة (Fulkerson and Riley 2019)، وصافي قيمة الأصول (Singh and Tandon 2022) والتوقيت السوقي (Mansor, Bhatti et al. 2015)، في حين أنه تأثر سلبًا بنسبة دوران المحفظة، والعمر (Singh and Tandon 2022) (He 2021).

استهدفت دراسة (Galagedera, Roshdi et al. 2018) التوصل إلى نموذج جديد يفسر أداء الصناديق المتوازنة في أمريكا من منظور جديد؛ يختلف عن مقارنة أداء الصندوق بكلٍ من محفظة السوق والصناديق المنافسة، وذلك من خلال تصميم نموذج إلكتروني يقوم بتحليل أداء الصناديق عند مستويات مختلفة من الظروف المحيطة ودرجة الخطر التي تتعرض له تلك الصناديق. وتوصلت الدراسة إلى مؤشر جديد يقيس أداء صناديق الاستثمار الأمريكية المتوازنة عند مستويات المخاطر المختلفة، ووفقًا لكل مرحلة من مراحل عمل الصندوق، وأن النموذج الجديد يفسر التغير في أداء الصناديق المتوازنة في أمريكا من منظور جديد يختلف عن

مقارنة أداء الصندوق بكلٍ من محفظة السوق والصناديق المنافسة، وذلك من خلال تصميم نموذج إلكتروني يقوم بتحليل أداء الصناديق عند مستويات مختلفة من الظروف المحيطة ودرجة الخطر التي تتعرض له.

واستهدفت دراسة (جاد ٢٠٢١) تحليل أداء صناديق الاستثمار باستخدام ثلاثة مقاييس مختلفة للتقييم، وهي مقاييس الأداء المختلفة (شارب، ترينور، جنسن ألفا). وتوصلت الدراسة إلى وجود ارتباط طردي قوي بين كل من (حجم الصندوق، هدف الصندوق- عائد، نمو ،الدخل-، المخاطر المنتظمة للصندوق، شركات الإدارة) ومقاييس الأداء (مقياس شارب، مقياس ترينور، مقياس جنسن ألفا)، كما توصلت الدراسة إلى وجود ارتباط عكسي قوي بين كلٍ من (المخاطر الكلية للصندوق، المخاطر المنتظمة للصندوق، مصروفات الصندوق، نوع الصندوق) ومقاييس الأداء (مقياس شارب، مقياس ترينور، مقياس جنسن ألفا).

ولفحص الأداء المعدل حسب المخاطر ومهارات الانتقائية لصناديق الاستثمار الهندية؛ استخدم (Sharma and Verma 2018) نماذج متنوعة تتمثل في كلٍ من مؤشر شارب، ترينور، جنسن، ومقاييس فاما. ووجدا أن مقاييس فاما فقط هي التي أشارت إلى الأداء الانتقائي الإيجابي لصناديق الاستثمار الهندية خلال الفترة من ٢٠٠٨ إلى ٢٠١٨.

كان الهدف من دراسة (Paula, Iquiapaza and Finanças 2021) هو تقييم فعالية استراتيجية الاختيار بصناديق الاستثمار بدراسة ٣٦٩ صندوقًا خلال الفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٨ مع اعتماد ١٢ نافذة زمنية؛ لاختيار المحافظ وإعادة تقييمها. وتوصلت الدراسة إلى أنه يتم اعتماد استراتيجيات إدارة خصوم الأصول والاستثمار القائم على الالتزامات؛ لتوجيه مديري الصناديق فيما يتعلق بالتخصيص الاستراتيجي في فئات الأصول التي ينبغي أن تشكل محافظهم الاستثمارية والسيولة اللازمة في كل فترة. وتوصلت الدراسة إلى أن نسبة شارب تسهم بشكلٍ كبير في أداء الصناديق، مقارنةً بالمؤشرات والتقنيات الأخرى أو مزيج منها.

توقيت السوق هو الوضع الذي يغتنم فيه الموقت فرصة تقلبات السوق، كما يمكنه إعادة توازن المحفظة أو تبديل تخصيص الأصول. إذا كان العائد المتوقع للسوق المتوقع للمؤقت دقيقًا، فسيتم مكافأته بأداء أفضل مقارنةً بالمحفظة القياسية التي تتميز بـ "بيتا" ثابتة تعادل متوسط "بيتا" لمحفظة المؤقت. بدءًا من الدراسة الأساسية لـ Trenor and Mazuy,1966، توصل العديد من الباحثين المؤلفين إلى قدرة مديري صناديق الاستثمار على تحديد توقيت السوق. توصلت دراسة (Mansor, Bhatti et al. 2015) بعد تحليل ١٠٦ صناديق استثمار أسهم ماليزية إلى أن مديري الصناديق لديهم القدرة على تحديد التوقيت السوقي.

استهدفت دراسة (Dhar and Mandal 2014) الوقوف على تأثير التوقيت السوقي في أداء صناديق الاستثمار الهندية ومدى قدرة مديري الصناديق على التنبؤ بالسوق. وباستخدام ٨٠ برنامجًا لصناديق الاستثمار المشتركة خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٢؛ توصلت الدراسة إلى أن هناك تأثيرًا معنويًا لاستراتيجية التوقيت السوقي في أداء صناديق الاستثمار.

استهدفت دراسة (Musah, Senyo and Nuhu 2014) الوقوف على القدرة الانتقائية لمديري صناديق الاستثمار المشتركة في غانا خلال الفترة من يناير ٢٠٠٧ إلى ديسمبر ٢٠١٢ باستخدام بيانات العائدات الشهرية لصناديق الاستثمار. وتوصلت الدراسة إلى أن مديري صناديق الاستثمار المشتركة في غانا بشكلٍ عام غير قادرين على اختيار الأسهم بشكلٍ فعال، كما أنهم غير قادرين على التنبؤ بحجم واتجاه عوائد السوق المستقبلية. وبشكل أكثر تحديدًا، حقق جميع مديري صناديق الاستثمار المشتركة في العينة معاملاتٍ انتقائيةً سلبية كبيرة، كما حقق معظمهم أيضًا معاملات توقيت سلبية ضئيلة.

استهدفت دراسة (Borri, Cagnazzo and Economics 2018) تقدير العوائد من استراتيجيات توقيت السوق؛ باستخدام بيانات مجمعة عن صافي التدفقات لعينة كبيرة من صناديق الاستثمار الإيطالية، والتي تستثمر في أسواق كلٍ من أوروبا والولايات المتحدة والأسواق الناشئة. وتوصلت الدراسة إلى أن استراتيجيات الشراء والاحتفاظ

البسيطة تتفوق على استراتيجيات توقيت السوق المستخدمة بشكلٍ فعال من قِبل المستثمرين. ويؤدي الشراء والاحتفاظ إلى تجاوز توقيت السوق مع عوائد إضافية تتراوح من ٢٤% لكل ربع (أوروبا ومنطقة اليورو) إلى ٨٧% لكل ربع (سوق الولايات المتحدة). لا يتم تفسير هذه الاختلافات من خلال الاختلافات في المخاطر والتعرض للمخاطر، بينما يجب على المستثمرين إعادة النظر في استراتيجياتهم الاستثمارية واختيار الاستراتيجيات السلبية الأرخص؛ من حيث الرسوم والأبسط من حيث توزيع المحفظة.

اقترحت دراسة (Andreu, Matallín-Sáez et al. 2018) نموذجًا جديدًا لتحديد أداء محافظ صناديق الأسهم. ويحلل النموذج قرارات الاستثمار بناءً على مقتنيات المحفظة، ويقيس القيمة المضافة من مصادر مختلفة للأداء، مثل: استراتيجيات العائد السابقة والاختيار وتوقيت السوق والتوقيت السلبي. تم اختبار النموذج على عينة من صناديق الاستثمار المشتركة. توصلت الدراسة إلى أن اختيار الأوراق المالية هو المساهم الرئيس في تمويل الأداء؛ بغض النظر عن فترة العينة التي تم النظر فيها أو نموذج تسعير الأصول المستخدم. وتوصلت الدراسة إلى انخفاض تأثير التوقيت السوقي فى أداء الصناديق. ومع ذلك، هناك اختلافات ملحوظة بين قدرة التوقيت للصناديق الأفضل والأسوأ أداًء، خاصة في فترات الأزمات.

كان تنويع المحفظة بين فئات الأصول أو الأوراق المالية الفردية، إلى جانب قياس إسهامها للهامش في المخاطر، من الاهتمامات الرئيسة لمدير المحفظة عند تنظيم مخاطر المحفظة، منذ تطوير مقاييس المخاطر الحالية مثل القيمة المعرضة للخطر وتتبع الخطأ (مريم ٢٠١٦) (الهادي & صبيح ٢٠١٨) (Singh and Tandon 2022) (Ewen and Rieger 2020). يعد Chao and Kritzman, 2001 من أوائل من اقترحوا مصطلح "موازنة المخاطر" كوسيلة لتخصيص مقياس المخاطر إلى فئات مختلفة، وهي: فئات الأصول، أو مُديري المحافظ، أو أي تجزئة أخرى (Minhas 2014). قام كلٌ من (Chang, Krueger and Witte 2021) بتوسيع هذه الفكرة وذكرا نموذجًا، حيث يمكن إجراء التخصيص الأمثل لخطأ التتبع على أصول أو عائلات مختلفة، مع عدم إعطاء أكثر من قدرٍ معين من المخاطر لكلٍ منها.

استهدفت دراسة (Ewen and Rieger 2020) الوقوف على طبيعة العلاقة بين حجم المحفظة واستقرار مقاييس مخاطر صناديق الاستثمار المشتركة لعينة من ٣٣٨ محفظة صناديق. وتوصلت الدراسة إلى أن تقلب المخاطر ينخفض بالنسبة للصناديق الأكبر حجما. وأن مديري صناديق الأسهم يقومون بتوسيع نطاق استراتيجيتهم مع نموهم. وتكشف التحليلات التي أجريت بشأن الاختلافات في استقرار المخاطر بين مقاييس المخاطر والتقلبات- أن الصناديق الأصغر حجما تُظهر تناقضاتٍ أعلى في هذا الصدد.

يجب على المستثمرين الراغبين في الاستثمار في صناديق الاستثمار المشتركة- كما هو الحال في أي معاملة أخرى- دفع الرسوم وتحمل التكاليف المرتبطة بالشراء والبيع، وإدارة الحسابات، وببساطة جمع المعلومات (Alves 2016). اعتمادا على تفضيلاتهم، يمكن للمستثمرين اختيار هيكل الرسوم الذي يجدونه أكثر ملاءمةً لهم. تشمل هذه النفقات رسوم إدارة الصندوق، والنفقات المتكبدة على البيع والتسويق، والرسوم المدفوعة للمسجل ووكيل التحويل والنفقات الأخرى، وعمولة الوكيل، والنفقات الترويجية، والتكاليف الأخرى التي يتقاضاها مدير الصندوق المشترك من المستثمرين (الهادي & صبيح ٢٠١٨). مدير الصندوق هو صانع القرار النهائي ووجهة نظره تكلف الكثير اعتمادا على سنوات الخبرة (Minhas 2014). كلما زادت نسبة النفقات؛ زاد تأثيرها في المستثمر بشكلٍ مباشر. ومع زيادة أداء الصندوق، فإنه يجذب الكثيرين من المستثمرين الماليين.

التكاليف المرتبطة بشراء صندوق استثمار مشترك ليست دائمًا واضحة مثل شراء حصة من الأسهم. لشراء الأسهم، ما عليك سوى أن تدفع للوسيط الخاص بك العمولة المتفق عليها. قد تنطوي الصناديق المشتركة أيضًا على رسوم وسيط، ولكن بما أن هذه الصناديق تدار بشكلٍ احترافي، فهناك نفقات أخرى متضمنة. تختلف الرسوم المعنية بشكلٍ كبير عبر مجموعة صناديق الاستثمار المشتركة. تنقسم رسوم صناديق الاستثمار المشتركة إلى فئتين: الرسوم السنوية المستمرة للحفاظ على استثمارك في الصندوق، ورسوم المعاملات المدفوعة عند شراء أو بيع أسهم في صندوق (Wermers 2000).

استهدفت دراسة (Minhas 2014) إلى التعرف على العوامل المؤثرة في أداء صناديق الاستثمار المشتركة المفتوحة في باكستان. وقد سلطت الدراسة الضوء على مصروفات وحجم الصندوق وأسلوب الإدارة والسيولة؛ لتكون محدداتٍ لصناديق الاستثمار المشتركة المفتوحة في باكستان. ومن أجل التعرف على تأثير هذه العوامل في أداء صناديق الاستثمار المشتركة؛ تم إجراء تحليل انحدار لمجموعة البيانات المكونة من ٣٠ صندوقَ استثمارٍ مشتركًا مفتوحًا من باكستان للفترة من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٤. وقد أظهرت النتائج أن المصروفات هي الأكثر العوامل الحاسمة التي يمكن السيطرة عليها من أجل تحسين عوائد الأموال. وعلى الرغم من أن العوامل الأخرى ترتبط بشكلٍ إيجابي بأداء صناديق الاستثمار المشتركة، إلا أن أهمية هذه النتائج منخفضة للغاية. إذا تمكن مدير الصندوق من التحكم في المصروفات والعوامل الأخرى التي تؤثر في النفقات، فقد تزيد العوائد بشكلٍ كبير.

تستكشف دراسة (Catan 2021) العلاقة بين حجم صناديق التحوط والأداء المعدل حسب المخاطر باستخدام عينة بيانات مكونة من ٢٤٥ صندوقَ تحوطٍ أمريكيًا مصنفة في ثمانِ استراتيجيات استثمارية مختلفة. تمتد فترة الدراسة من يناير ٢٠٠٥ إلى فبراير ٢٠٢١، مع إجراء الحسابات على فترة التغطية بأكملها بالإضافة إلى ثلاث فترات فرعية؛ لعزل سلوك الصناديق قبل الأزمة، وأثناء الأزمة، وما بعد الأزمة. وعلى غرار الأدلة السابقة الموجودة في الأدبيات؛ تكشف النتائج عن وجود علاقة عكسية بين حجم صندوق التحوط والأداء المعدل حسب المخاطر (كما تم قياسه بنسب شارب وترينور وبلاك ترينور) في معظم الحالات.

توصلت دراسة (Chang, Krueger and Witte 2021) إلى أن صناديق الاستثمار ذات المصروفات المنخفضة تتمتع بتصنيفات نجوم أعلى بكثير من نظيراتها ذات المصروفات المرتفعة الأعلى تكلفة. وعند تقييم آفاق الصندوق المستقبلية يفضل كلٌ من المحللين والذكاء الاصطناعي صناديق الاستثمار المتداولة ذات نسب النفقات المنخفضة. وتتمتع صناديق الاستثمار دون رسوم التحميل بتصنيفات كمية أفضل بكثير من نظيراتها في شحن التحميل. وأكد (Nanigian 2016) أن العلاقة بين مصروفات الصندوق والأداء

هي علاقة غير خطية، وأن معظم الصناديق المدارة بشكل نشط تجاوزت معيارها خلال الإطار الزمني من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٥.

أظهر (Berk 2015) أن المستثمرين يدركون المهارات الإدارية ويكافئونها من خلال استثمار المزيد من رأس المال بأموال أفضل والتي بدورها تكسب رسومًا إجمالية أعلى. أفاد (Sheng 2019) أنه بعد السيطرة على مجموعة كبيرة من التعرضات؛ تفوقت الصناديق التقليدية ذات الرسوم المرتفعة بشكلٍ كبير على الصناديق التقليدية منخفضة الرسوم قبل النفقات. وقد وجد (Barber, Odean and Zheng 2005) أنه بالنسبة لمعظم صناديق الاستثمار المشتركة، ليس للنفقات تأثير كبير للأداء. فقط في الصناديق ذات النفقات الأعلى يكون هناك تأثير ضار على للأداء.

لقد كانت العلاقة بين حجم صناديق التحوط وأدائها المعدل حسب المخاطر موضوعًا لقلق متزايد لدى الممارسين والأكاديميين على حدٍ سواء (مريم ٢٠١٦). على الرغم من أن الاعتقاد السائد قد يشير إلى أن الحجم الأكبر يستلزم أداءً أفضل، وبالتالي قد يشكل عرضًا أكثر جاذبية، حيث يتم إغراء المستثمرين في كثير من الأحيان من خلال إحصاءات قاعدة الأصول المتنامية، والتي يتم الدفاع عنها بشكلٍ متغطرس في المواد الترويجية للصناديق، والدراسات الأكاديمية حول المسألة متناقضة إلى حدٍ ما. تخلص غالبية الدراسات التي تحلل العلاقة بين الحجم والأداء إلى وجود علاقة سلبية، حيث تتفوق الصناديق الأصغر حجمًا على نظيراتها الأكبر حجمًا (Ammann 2005). ومع ذلك، هناك بعض الدراسات التي تشير إلى وجود علاقة غير سلبية أو حتى إيجابية بين الحجم والأداء (Getmansky M. 2004).

سابعًا: مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في صناديق الاستثمار المتداولة في سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية، والبالغ عددها ٩٨ صندوقَ استثمارٍ، وقد تم اختيار صناديق الاستثمار في ضوء بعض المحددات التي تم وضعها من قِبل الباحث، وهي:

- أ عمر الصندوق ١٥ سنةً أو أكثر.
- توافر البيانات خلال فترة الدراسة.

وبناء عليه بلغ مجتمع الدراسة في ضوء هذه المحددات ٣٠ صندوقًا، وقام الباحث باستبعاد صناديق استثمار البنوك الإسلامية وعددها ٣ صناديق، وذلك نظرًا لطبيعة تعاملاتها في الأسهم فقط، وعدم التعامل في الأنواع الأخري من الأوراق المالية، وقد بلغ مجتمع الدراسة ٢٧ صندوقَ استثمارٍ، قام الباحث بدراسة ١٦ صندوقًا بنسبة ٦٠% تقريبًا.

هذا وتغطي الدراسة التطبيقية لهذه الدراسة سلسلة زمنية قدرها ١٦ سنة تبدأ من الربع الأول من عام٢٠٠٥، وتنتهي في الربع الرابع من عام٢٠٢٠، وهي فترة كافية للقيام بالتحليل الإحصائي للبيانات. وتتمثل عينة الدراسة في صناديق الاستثمار الآتية: {البنك الأهلى المصري– الأول، البنك الأهلى المصري– الثانى، بنك مصر– الأول، بنك كريدي أجريكول مصر الأول، بنك الإسكندرية– الأول، المجموعة العربية المصرية للتأمين، بنك مصر– الثانى، بنك القاهرة، البنك المصري لتنمية الصادرات –الأول (الخبير)، بنك قناة السويس –الأول، بنك كريدي أجريكول مصر –الثاني، البنك المصري الخليجي، بنك مصر– الثالث (مصر اكستريور)، صندوق استثمار العربي الإفريقي الدولي– شيلد، بنك مصر إيران للتنمية –الأول، صندوق الرابح}.

ثامنًا: أنواع ومصادر البيانات وطريقة جمعها:

١ـ أنواع البيانات:

ولأغراض التحليل في هذه الدراسة؛ يستلزم الحصول على البيانات الآتية: السعر الأسبوعي لوثيقة الصندوق، التوزيعات الجارية والرأسمالية للصندوق وتواريخها، قيمة المؤشر العام لسوق المال أسبوعيًا، الوزن المعياري لكل نوع من الأصول المكونة لمحافظ الصناديق، مؤشر العائد المعياري لكل نوعٍ من الأصول المكونة لمحافظ الصناديق، عدد الوثائق القائمة للصندوق أسبوعيًا، معدل العائد على أذون الخزانة، بيانات القوائم المالية للصناديق.

٢- مصادر البيانات:

تمثلت مصادر البيانات للدراسة في البيانات الصادرة من: الهيئة العامة للرقابة المالية، البورصة المصرية، شركات إدارة صناديق الاستثمار، البنك المركزي المصري، البنوك وشركات التأمين المنشئة لصناديق الاستثمار، مركز معلومات ودعم القرارات – مجلس الوزراء، شركة مصر لنشر المعلومات، الجمعية المصرية لإدارة الاستثمار EIMA.

تاسعًا: فترة وحدود الدراسة:

- تغطي الدراسة فترة زمنية قدرها ١٦ سنة تبدأ من عام٢٠٠٥ وحتى عام ٢٠٢٠.
- تقتصر الدراسة على صناديق الاستثمار الآتية: {البنك الأهلى المصري– الأول، البنك الأهلى المصري– الثانى، بنك مصر– الأول، بنك كريدي أجريكول مصر الأول، بنك الإسكندرية– الأول، المجموعة العربية المصرية للتأمين، بنك مصر– الثانى، بنك القاهرة، البنك المصري لتنمية الصادرات – الأول (الخبير)، بنك قناة السويس –الأول، بنك كريدي أجريكول مصر – الثاني، البنك المصري الخليجي، بنك مصر– الثالث (مصر اكستريور)، صندوق استثمار العربي الافريقي الدولي– شيلد، بنك مصر إيران للتنمية – الأول، صندوق الرابح}.

عاشرًا: متغيرات البحث:

١- المتغيرات المستقلة:

تتمثل المتغيرات المستقلة للدراسة فيما يأتي:

١/١ القدرة على الاختيار الجيد للأوراق المالية (dos Santos, Brandi and Policy 2017):

يتم قياسه من خلال المعادلة الآتية:

$$R_x = RF + \beta(R_m - RF).$$

حيث: (R_x) معدل العائد المطلوب للصندوق، (RF) معدل العائد الخالي من الخطر، (β) معامل "بيتا" كمقياس للمخاطر المنتظمة، (R_m) معدل العائد على محفظة السوق.

٢/١ التوقيت السوقي:

يقصد به التغيير في أوزان الأنواع المختلفة من الأصول مقارنةً بالأوزان المعيارية التي تحددها سياسة الاستثمار، وذلك بهدف الاستفادة مما يحدث من تغيراتٍ في السوق من وقتٍ لآخر، بما قد يزيد العائد الفعلي علي مؤشر العائد أو يقلل المخاطر الفعلية، ويقاس ذلك المتغير عن طريق نموذج ترينور وماسي Treynor & Mazuy، وذلك كما يأتي (He 2021) (فارس & إسماعيل ٢٠١٠):

$$(X_i - RF) = A(X_m - RF) + B_2(Xm - RF)^2 + e.$$

حيث: (X_i) معدل العائد لمحفظة الصندوق، (RF) معدل العائد الخالي من الخطر، (A) العائد الذي يرجع إلى اختيار الأوراق المالية، (X_m) معدل العائد السوقي، (B_2) العائد الذي يرجع إلى التوقيت السوقي، (e) الخطأ العشوائي.

٣/١ معيار درجة التنويع في محفظة الصندوق:

يتم قياس مستوي التنويع من خلال قيمة (R2) معامل التحديد لكل صندوق استثمار، حيث كلما اقتربت قيمة (R^2) المحسوبة من الواحد الصحيح، كانت محفظة الأوراق المالية تامة التنويع (Anson 2020).

$$R^2 = \frac{SSR}{SST}.$$

حيث: (SSR) مجموع مربعات الانحدار، (SST) مجموع المربعات الكلى. هذا ويقوم بحسابها برنامج SPSS.

٤/١ المخاطر المنتظمة للصندوق:

تم قياس المخاطر المنتظمة للصندوق كأحد المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تفسر أداء صناديق الاستثمار، وذلك من خلال معامل "بيتا". ويمكن حساب معامل "بيتا" كمقياس للمخاطر المنتظمة؛ من خلال قسمة التغاير بين عائد الصندوق وعائد محفظة السوق على تباين عائد محفظة السوق خلال فترة الدراسة (Catan 2021).

يتم حساب المخاطر المنتظمة للصندوق وفقًا لمعادلة الآتية التي توضح بالتفصيل كيفية حساب معامل "بيتا" (He 2021).

$$\beta_i = \frac{cov\,(X_i, X_m)}{\delta^2_m} \quad .$$

$$\frac{\sum_{t=1}^{n}(x_{it} - \bar{x_i})\,(x_{mt} - \bar{x}_m)}{\sum_{t=1}^{n}(x_{mt} - \bar{x}_m)^2} \quad .$$

حيث: (β): هي معامل "بيتا" لصندوق الاستثمار i، ($cov''X_i,X_m''$) هي التغاير بين عائد صندوق الاستثمار i وعائد محفظة السوق m، ($\delta^2 m$) هي تباين عائد محفظة السوق، (X_{it}) هي عائد صندوق الاستثمار i في وحدة الفترة t، ($\bar{X}_i$) هي متوسط عائد صندوق الاستثمار i خلال فترة معينة، (X_{mt}) هي عائد محفظة السوق في وحدة الفترة t،($\bar{X}_m$) هي متوسط عائد محفظة السوق خلال الفترة، (n) هي عدد الفترات التي تشملها الدراسة.

٥/١ المخاطر غير المنتظمة للصندوق:

$$\text{ت م} = \text{ت}^2\text{م ت س} = \text{ح}^2\text{م} \quad .$$

حيث: (ت م) تباين المحفظة (مربع الانحراف المعياري للصندوق)، (ب^{2}م) مربع المخاطرة المنتظمة للمحفظة م (للصندوق)، (ت س) تباين السوق، (ح^{2}م) المخاطرة غير المنتظمة للمحفظة م (للصندوق).

٦/١ سياسة الاستثمار:

يتم قياس سياسة الاستثمار عن طريق معدل العائد المطلوب طبقًا لها، وذلك من خلال المعادلة الآتية (فارس & إسماعيل ٢٠١٠):

معدل العائد المطلوب طبقًا لسياسة الاستثمار = مجموع (الوزن المعياري لنوع الأصل × مؤشر العائد المعياري لنوع الأصل).

٧/١ نسبة مصاريف النشاط:

$$\frac{\text{إجمالي مصاريف النشاط}}{\text{إجمالي قيمة أصول الصندوق}}$$

٨/١ حجم الصندوق:

يتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لحجم الاستثمار (Ewen and Rieger 2020).

يتم حساب معدل العائد الخالي من المخاطر Rf:

هو معدل العائد على أذون الخزانة لأجل ٩١ يومًا. وسوف يتم تحويل المتوسط السنوي إلى شهري بالمعادلة الآتية:

$$R_{ft} = (1 + R_{fts})^{\frac{1}{w}} - 1.$$

حيث: (R_{ft}) معدل العائد خالي الخطر في الشهر (t)، (R_{fts}) متوسط سعر الفائدة على أذون الخزانة في الشهر t الذي ينتمي إلى السنة S، (W) عدد شهور السنة (١٢ شهرًا).

معدل العائد الشهري على محفظة السوق Rm:

هو الفرق بين قيمة مؤشر السوق EGX30 في نهاية الشهر t، وقيمة هذا المؤشر في نهاية الشهر t-1.

$$R_m = \frac{M_t - M_{t-1}}{M_{t-1}}.$$

حيث: (M_t) قيمة المؤشر في نهاية الفترة t شهر، (M_{t-1}) قيمة المؤشر في نهاية الفترة t – 1.

٢- المتغيرات التابعة:

تتمثل المتغيرات التابعة للدراسة فيما يأتي:

١/٢ العائد المرجح بالمخاطر الكلية:

يقوم هذا النموذج بقياس العائد المرجح بالمخاطر، ويطلق عليه نسبة تقلب العائد أو المكافأة إلى المخاطرReward To Variability Ratio، ويعد أول المؤشرات التى استخدمت لتقييم أداء صناديق الاستثمار، وتحسب قيمة المؤشر بناءً على المعادلة الآتية (Sharma and Verma 2018) (Paula, Iquiapaza and Finanças 2021):

$$SH = \frac{R - RF}{\sigma}.$$

حيث: (SH) مؤشر شارب، (R) متوسط العائد الفعلي للصندوق، (RF) معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، (σ) الانحراف المعياري لمتوسط معدل العائد للصندوق، وهو معيار للمخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار. وتقاس المخاطر الكلية؛ عن طريق حساب الانحراف المعياري لعوائد المحفظة الذي يحسب بالمعادلة الآتية:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n}(R - \bar{R})^2}\ .$$

حيث: (σ) الانحراف المعياري لعوائد الصندوق، (n) عدد العوائد، (R_t) عائد صندوق الاستثمار في سنةٍ ما t، (R) متوسط العائد لصندوق الاستثمار.

٢/٢ العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة:

يعتمد هذا النموذج على افتراض أساسى مؤداه أن إدارة الصندوق يمكنها التخلص من المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنويع الكفء للمحفظة، وبالتالى تعد المخاطر التى تنطوى عليها المحفظة هى المخاطر المنتظمة فقط، ولذلك يهدف هذا النموذج إلى قياس العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة فقط، ويتم قياس هذه المخاطر عن طريق معامل "بيتا" Beta Coefficient، وذلك على النحو الآتي (Sharma and Verma 2018):

$$T = \frac{R - RF}{\beta_p}.$$

حيث: (T) مؤشر ترينور، (R) متوسط العائد الفعلي للصندوق، (RF) معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، (β_p) معامل "بيتا" للصندوق، ويعبر عن المخاطر المنتظمة التي يتعرض لها الصندوق.

٣/٢ العائد الإضافي:

تقوم فكرة هذا النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد؛ المقدار الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط العائد الخالى من الخطر، بينما يمثل المقدار الثانى حاصل ضرب معامل "بيتا" فى الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد الخالى من الخطر. ويتمثل نموذج جنسن فى المعادلة الآتية (Sharma and Verma 2018) (Paula, Iquiapaza and Finanças 2021) (عويد & آخرون ٢٠٢٢):

$$\alpha = (\bar{x}_i - RF) + \beta(\bar{x}_m - RF).$$

حيث: ($\bar{X}_t$) هي متوسط عائد صندوق الاستثمار i خلال فترة معينة، (RF) معدل العائد الخالي من الخطر، (β) معامل "بيتا" كمقياس للمخاطر المنتظمة، ($\bar{X}_m$) هي متوسط عائد محفظة السوق خلال الفترة.

حادى عشر: الأسلوب الإحصائي المستخدم:

قام الباحث باستخدام العديد من الأساليب الإحصائية وذلك لاختبار فروض الدراسة، وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي (SPSS(27.0، والبرنامج الإحصائي (E-VIEWS(12.0، ويمكن إيضاح الأساليب التى سيتناولها الباحث فيما يأتي:

١- **معامل الارتباط الخطي البسيط**

٢- **تحليل الانحدار المتعدد التدريجي Stepwise Regression (PLS) Method:** تحليل الانحدار المتعدد التدريجي بطريقة Stepwise Regression (PLS) Method، تحليل الانحدار التدريجي بطريقة المربعات الصغرى المعممة (Generalized Least-Squares Method)، تحليل الانحدار التدريجي بطريقة الانحدار الذاتي من الدرجة الثانية Autoregressive Models (AR2)

- **مقاييس تقييم النماذج المقدرة:** الجذر التربيعي لمتوسط مربع الخطأ RMSE، متوسط الانحراف المطلق MAE، متوسط الخطأ النسبي المطلق MAPE، نسبة التحيز Bias Proportion، نسبة التباين Variance Proportion. نسبة التغاير Covariance Proportion، متباينة ثيل Thiel Inequality Coefficient.

ثاني عشر: نتائج التحليل الإحصائي:

١- الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة Descriptive Statistics:

يوضح الجدول رقْم (١) الإحصاءات الوصفية التي تبين شكل توزيع البيانات في العينة، حيث يمكن توضيح الوسط الحسابي (mean)، الوسيط (median)، الانحراف المعياري (Std. Dev.)، الخطأ المعياري (Std. Error)، معامل الالتواء (Skewness)، معامل التفلطح (Kurtosis)، بالإضافة إلى إحصائية Jarque-Bera؛ لبيان مدى اعتدال البيانات لكل متغير من المتغيرات الداخلة في النماذج. حيث

تخضع إحصائية Jarque-Bera لتوزيع K2 بدرجات حرية (2)، وذلك تحت الفرض الأصلي باعتدال البيانات، ويمكن الاعتماد على القيمة الاحتمالية الخاصة بالإحصاء المحسوب (p-value) في اتخاذ القرار مباشرة بشأن الفرض الأصلي. كما يوضح الجدول الآتي (١) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة المستقلة والتابعة، حيث تعطينا هذه الإحصاءات صورةً عن شكل توزيع عينة البيانات لكل المحافظ موضع الدراسة، وبالتالي الوصول إلى التوصيف الملائم لتوزيع بيانات الدراسة، ويمكن توضيح هذه الإحصاءات من خلال الجدول (١) الآتي:

جدول رقْم (١)

الإحصاءات الوصفية واختبار التوزيع الطبيعي

لمتغيرات الدراسة خلال الفترة من ٢٠٠٥/١/١ – ٢٠٢٠/١٢/٣١

Variables	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7_1	X7_2	X8	Y1	Y2	Y3
Mean	0.0587	0.0067	0.7301	0.4858	0.0223	0.0287	0.6793	0.2645	7.8301	-5.2100	-0.2227	-0.0221
Maximum	0.7233	3.1569	0.1187	12.1152	0.1482	0.1500	0.0230	1.0198	1.0279	0.7233	3.1569	0.1187
Minimum	-34.25	-6.43	-0.1071	-8.865	-0.314	-0.044	0.0001	0.0003	-0.520	-34.253	-6.4357	-0.1071
Std.Dev.	3.9123	0.4046	0.0203	1.6652	0.0288	0.0259	0.0056	0.2509	0.2161	3.9123	0.4044	0.0204
Skewness	-2.4445	-7.7109	0.2686	0.9348	-2.1337	-0.335	1.3249	-1.343	-0.130	-2.4445	-7.7109	0.2688
Kurtosis	13.3953	136.2981	9.6179	15.1939	22.4248	3.6494	4.3947	4.2217	3.9093	13.3964	136.3837	9.6174
Jaeque-Bera	3537.23	495880.27	1141.54	4063.50	10707.77	18.06	236.52	231.38	15.82	3537.23	495885.67	1141.54
P-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

يتضح من الجدول رقْم (١) أن معادلة النموذج المقدر كانت كما يأتي:

- توزيع قيم المتغيرات المستقلة أسفرت عن أن بيانات متغير مؤشر القدرة على الاختيار (X1) ملتوية جهة اليسار. كما نجد أن توزيع قيم المؤشر غير معتدلٍ طبقًا لإحصائية (Jarque-Bera)، حيث يبتعد توزيع القيم عن التوزيع الطبيعي، كما يلاحظ أن قيم متغير مؤشر التوقيت السوقي (X2) ملتوية جهة اليسار. وأن توزيع قيم المؤشر غير معتدلٍ طبقًا لإحصائية (Jarque-Bera)، وينطبق ذلك على مستوى كلٍ من متغير المخاطر غير المنتظمة(X5)، ومتغير مصروفات الصندوق(X6)، ومتغير سياسة الاستثمار الدفاعية(X7_2). في حين أن مؤشري التنويع والمخاطر المنتظمة(X4)، وسياسة الاستثمار الهجومية (X7_1) ملتويًا جهة اليمين، وأن توزيع قيم المؤشرات غير معتدلٍ طبقًا لإحصائية (Jarque-Bera).

- توزيع قيم المتغيرات التابعة أسفر عن أن مؤشر العائد المرجح بالمخاطر الكلية (Y1) ملتو جهة اليسار. كما نجد أن توزيع قيم المؤشر غير معتدل طبقًا لإحصائية (Jarque-Bera)، حيث يبتعد توزيع القيم عن التوزيع الطبيعي، كما يلاحظ أن قيم مؤشر العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة (Y2) ملتوية جهة اليسار، وأن توزيع قيم المؤشر غير معتدل طبقًا لإحصائية (Jarque-Bera)، وينطبق ذلك على متغير العائد المعدل بالأداء السوقي(Y5). في حين أن مؤشر العائد الإضافي غير العادي(Y3)، وأن توزيع قيم المؤشرات غير معتدلين طبقًا لإحصائية (Jarque-Bera).

٢- التحقق من صحة الفرض الرئيس للدراسة:

فيما يأتي نتائج مصفوفة معامل الارتباط الخطى البسيط:

يوضح الجدول الآتي (٢) نتائج العلاقات الارتباطية بين أساليب إدارة المحافظ المالية مع متغيرات أداء المحافظ.

جدول رقْم (٢)

نتائج العلاقات الارتباطية بين محددات أداء محافظ الأوراق المالية {متغيرات مستقلة}

مع متغيرات أداء المحافظ {متغيرات تابعة}

	X7_2	X7_1	X6	X5	X4	X3	X2	X1
Y1	-0.1233**	0.1142**	-0.0543	0.6065**	0.5495**	0.3508**	-0.3677**	-0.1026**
Y2	-0.0549	0.0547	-0.0304	0.1647**	0.2941**	0.2250**	-0.1110**	-0.0938*
Y3	-0.0879*	0.1629**	-0.0613	-0.0402	0.2383**	-0.1624**	0.0975*	-0.3100**

** **تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى ٠,٠١**

* **تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى ٠,٠٥**

المصدر: نتائج التحليل الإحصائى للبيانات.

أكدت نتائج الجدول السابق (٢) على وجود علاقات ارتباطية بين المتغيرات

والأبعاد الخاصة بمحددات أداء محافظ الأوراق المالية مع متغيرات أداء محافظ الأوراق المالية، الأمر الذي يضمن بذلك وجود تأثير لأبعاد ومتغيرات محددات أداء محافظ الأوراق المالية في كلٍ من متغيرات أداء المحافظ، وذلك على مستوى الصناديق محل الدراسة. وذلك كما يأتي:

- هناك علاقة بين العائد المرجح بالمخاطر الكلية (Y1)، وكلٍ من القدرة على: الاختيار (X1)، التوقيت السوقي (X2)، التنويع (X3)، المخاطر المنتظمة(X4)، المخاطر غير المنتظمة(X5)، سياسة الاستثمار (X7)، حجم الأموال المستثمرة(X8).
- هناك علاقة بين العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة (Y2)، وكلٍ من القدرة على: الاختيار (X1)، التوقيت السوقي (X2)، التنويع(X3)، المخاطر المنتظمة(X4)، المخاطر غير المنتظمة(X5).
- هناك علاقة بين العائد الإضافي غير العادي(Y3)، وكلٍ من القدرة على: الاختيار (X1)، التوقيت السوقي (X2)، التنويع(X3)، المخاطر المنتظمة(X4)، سياسة الاستثمار (X7).

وفيما يأتي نتائج اختبار صحة الفرض الأول للدراسة.

٣- اختبار صحة فروض الدراسة:

فيما يأتي عرض النماذج المقدرة لتأثير محددات أداء محافظ الأوراق المالية في أداء صناديق الاستثمار، وذلك على مستوى الصناديق محل الدراسة.

جدول رقْم (٣)
معاملات نموذج الانحدار التدريجي بطريقة (PLS)
لمحددات أداء محافظ الأوراق المالية على أدائها

المعاملات المقدرة واختباراتها	المتغيرات المستقلة	العائد المرجح بالمخاطر الكلية	العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة	العائد الإضافي غير العادي
المعاملات	C	-9.626	-0.3074	-0.0650
	X1	0.2356	-1.6969**	-0.156**
	X2	-215.1**	-10.43**	0.16914
	X3	1.691**	0.2690**	-0.028**
	X4	5.515**	0.08469	0.0336**
	X5	106.625**	2.8294**	-0.205**
	X6	4.797**	0.182136	-0.034*
	X7_1	0.1049	-0.13605	0.1140**
	X7_2	-1.498**	0.74855	0.0992**
	X8	0.1187	0.15365	-0.005**
اختبارات جودة توفيق النموذج	اختبار"ف"	154.217	15.2277	37.4838
	مستوى الدلالة الإحصائية (p-value)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
	معامل التحديد (R^2)	57%	8%	30%
	الخطأ المعياري	(2.450)	(0.3703)	(0.0163)
	نتائج اختبار ديربن واتسون D-W	1.486	1.5860	1.8071

** **تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى ٠.٠١.**

* **تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى ٠.٠٥.**

المصدر: نتائج التحليل الإحصائى للبيانات.

يتضح من الجدول رقْم (٣) الخاص بمعاملات نموذج الانحدار التدريجي بطريقة (PLS)- محددات أداء محافظ الأوراق المالية على العائد المعدل بالمخاطر الكلية كما يأتي:

- إن أهم المتغيرات التي تؤثر في العائد المعدل بالمخاطر الكلية بالترتيب، وفقًا لظهورها في معادلة الانحدار، هي: المخاطر غير المنتظمة(X_5)، المخاطر المنتظمة(X_4)، التوقيت السوقي (X_2)، التنويع(X_3)، سياسة الاستثمار الدفاعية ($X7_2$)، مصروفات الصندوق($X6$). وإن أهم المتغيرات التي تؤثر في العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة (Y_2) بالترتيب وفقًا لظهورها في معادلة الانحدار،

وهي: التنويع(X_3)، المخاطر غير المنتظمة(X_5)، التوقيت السوقي (X_2)، القدرة على الاختيار(X_1). وإن أهم المتغيرات التي تؤثر في العائد الإضافي غير العادي(Y_3) بالترتيب، وفقًا لظهورها في معادلة الانحدار وهي: القدرة على الاختيار(X_1)، المخاطر المنتظمة(X_4)، التنويع(X_3)، المخاطر غير المنتظمة(X_5)، سياسة الاستثمار الهجومية(X7_1)، سياسة الاستثمار الدفاعية(X7_2)، حجم الأموال المستثمرة(X8)، نسبة المصروفات.

- وجود تأثير للأبعاد والمتغيرات الخاصة بمحددات أداء محافظ الأوراق المالية في كلٍ من: العائد المعدل بالمخاطر الكلية، العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة، العائد الإضافي غير العادي. حيث أكد على ذلك قيمة اختبار"ف" {ف المحسوبة = ١٥٤.٢١٧٩، ١٥.٢٢٧٧، ٣٧.٤٨٣٨} على التوالي؛ الأمر الذي يعكس دلالتها الإحصائية عند مستوى معنوية ٠.٠١، وذلك عند درجات حرية (٦، ٦٩٧)، (٤، ٦٩٩)، (٨،٦٩٥).

- كما أكدت نتائج اختبار ديربن واطسون على وجود ارتباط تسلسلي موجب، حيث بلغت قيمة اختبار ديربن واطسون ١.٤٨٦٧٦٦، ١.٥٨٦٠، ١.٨٠٧١؛ مما يعكس النماذج بمتطلباتها أو الغرض منها، حيث قيم الأخطاء المعيارية لمعاملات الانحدار مرتفعه مما يؤدي إلى اتخاذ قرار خاطئ في قبول أو رفض معاملات الانحدار المقدرة، الأمر الذي قد يؤثر في قيم التقديرات الخاصة بالنموذج؛ فيتم قبول أو عدم قبول بعض المتغيرات بالنموذج المقدر، ولابد من إجراء المعالجة المناسبة لمشكلة الارتباط التسلسلي، والتي من شأنها حل هذه المشكلة، مما يضمن وجود نموذج يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ والتقدير.

قد قام الباحث بمعالجة مشكلة الارتباط التسلسلي، وذلك من خلال استخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (Generalized Least-Squares Method) وذلك كما يأتي:

جدول رقْم (٤)
معاملات نموذج الانحدار التدريجي بطريقة المربعات الصغري المعممة (GLS) لمحددات أداء محافظ الأوراق المالية على أدائها

المعاملات المقدرة واختباراتها	المتغيرات المستقلة	العائد المرجح بالمخاطر الكلية	العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة	العائد الإضافي غير العادي
المعاملات	C	-8.425	-0.0918	-0.0569
	X1	0.1399	-2.3011**	-0.135**
	X2	-186.2**	-11.47**	0.17977
	X3	0.2134	0.0781**	-0.029**
	X4	5.361**	0.17686	0.0381**
	X5	98.160**	2.3399**	-0.283**
	X6	2.552**	0.153615	-0.029*
	X7_1	-0.15797	0.12523	0.0944**
	X7_2	-0.599**	0.00348	0.0836**
	X8	0.18336	0.04703	-0.004**
اختبارات جودة توفيق النموذج	اختبار"ف"	171.612	120.3155	40.6448
	مستوى الدلالة الإحصائية (p-value)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
	معامل التحديد (R^2)	59.6%	40%	32%
	الخطأ المعياري	(0.9432)	(0.3273)	(0.0162)
	نتائج اختبار ديربن واتسون D-W	1.768	1.3615	1.8592

** **تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى ٠.٠١.**

* **تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى ٠.٠٥.**

المصدر: نتائج التحليل الإحصائى للبيانات.

يتضح من الجدول رقْم (٤) الخاص بمعاملات نموذج الانحدار بطريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS)- محددات أداء محافظ الأوراق المالية على العائد المعدل بالمخاطر الكلية كما يأتي:

- إن أهم المتغيرات التي تؤثر في العائد المعدل بالمخاطر الكلية بالترتيب، وفقًا لظهورها في معادلة الانحدار هي: المخاطر غير المنتظمة(X5)، المخاطر المنتظمة(X4)، التوقيت السوقي (X2)، التنويع(X3)، سياسة الاستثمار الدفاعية (X7_2)،

مصروفات الصندوق(X6). وإن أهم المتغيرات التي تؤثر في العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة (Y2) بالترتيب وفقًا لظهورها في معادلة الإنحدار وهي : التنويع(X3)، المخاطر غير المنتظمة(X5)، التوقيت السوقي (X2)، القدرة على الاختيار(X1). وإن أهم المتغيرات التي تؤثر في العائد الإضافي غير العادي (Y3) بالترتيب، وفقًا لظهورها في معادلة الانحدار هي : التنويع(X3)، المخاطر غير المنتظمة(X5)، التوقيت السوقي (X2)، القدرة على الاختيار(X1) .

- وجود تأثير للأبعاد والمتغيرات الخاصة بمحددات أداء محافظ الأوراق المالية في العائد المعدل بالمخاطر الكلية، العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة، العائد الإضافي غير العادي، حيث أكد على ذلك قيمة اختبار "ف" {ف المحسوبة = ١٧١.٦١٢٨، ١٢٠.٣١٥٥، ٤٠.٦٤٤٨}، على التوالي؛ الأمر الذي يعكس دلالتها الإحصائية عند مستوى معنوية ٠.٠١ وذلك عند درجات حرية (٦، ٦٩٧)،

- وجود تأثير للأبعاد والمتغيرات الخاصة بإدارة محافظ الأوراق المالية في العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة (Y2)، حيث أكدت على ذلك قيمة اختبار "ف" {ف المحسوبة = ١٢٠.٣١٥٥}؛ الأمر الذي يعكس دلالتها الإحصائية عند مستوى معنوية ٠.٠١، وذلك عند درجات حرية (٤، ٦٩٩)، (٤، ٦٩٩)، (٨، ٦٩٥) على التوالي.

- كما أكدت نتائج اختبار ديربن واطسون على وجود ارتباط تسلسلي موجب في النماذج الثلاثة، حيث بلغت قيمة اختبار ديربن واطسون ١.٧٦٨، ١.٣٦١٥، ١.٨٥٩٢، مما يعكس فشل النماذج بالوفاء بمتطلباتها أو الغرض منها، حيث قيم الأخطاء المعيارية لمعاملات الانحدار مرتفعة، مما يؤدي إلى اتخاذ قرار خاطئ في قبول أو رفض معاملات الانحدار المقدرة؛ الأمر الذي قد يؤثر في قيم التقديرات الخاصة بالنموذج فيتم قبول أو عدم قبول بعض المتغيرات بالنموذج المقدر، ولابد من إجراء المعالجة المناسبة لمشكلة الارتباط التسلسلي، والتي من شأنها حل هذه المشكلة مما يضمن وجود نموذج يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ والتقدير.

قام الباحث بمعالجة مشكلة الارتباط التسلسلي، وذلك من خلال استخدام طريقة الانحدار الذاتى من الدرجة الثانية (Autoregressive Models)، وذلك كما يأتي:

جدول رقْم (٥)

معاملات نموذج الانحدار بطريقة الانحدار الذاتي من الدرجة الثانية (AR2) لمحددات أداء محافظ الأوراق المالية على أدائها

المعاملات المقدرة واختباراتها	المتغيرات المستقلة	العائد المرجح بالمخاطر الكلية	العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة	العائد الإضافي غير العادي
المعاملات	C	-5.325	-0.1393	-0.0319
	X1	0. 9527	-1.772**	-0.126**
	X2	-217.3**	-9.307**	0.6699
	X3	-0.058	0.1087**	-0.028**
	X4	4.023**	0.198441	0.033**
	X5	78.884**	1.7543**	-0.248**
	X6	2.522**	0.4337	-0.030*
	X7_1	0. 9584	0.5356	0.071**
	X7_2	0.216	0. 9986	-0.06**
	X8	0. 9584	0. 9264	-0.004**
	Y1(-1)	0.221**	--------	--------
	Y1(-2)	0.115**	--------	--------
	AR1(1)	--------	0.2911**	--------
	AR(2)	--------	0.1807**	--------
	Y3(-2)	--------	--------	0.11*
	AR (1)	--------	--------	0.0814**
اختبارات جودة توفيق النموذج	اختبار"ف"	136.135	102.3360	31.8058
	مستوى الدلالة الإحصائية (p-value)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
	معامل التحديد (R^2)	62%	48%	33%
	الخطأ المعياري	(0.940)	(0.3257)	(0.0157)
	نتائج اختبار ديربن واتسون D-W	1.995	1.819	1.9215
مقاييس تقييم القدرة التنبؤية للنموذج	الجذر التربيعي لمتوسط مربع الخطأ RMSE	2.4979	0.3812	0.0161
	متوسط الانحراف المطلق MAE	1.5026	0.1005	0.0108
	متوسط الخطأ النسبي المطلق MAPE	66.333	46.0901	152.3634
	نسبة التحيز Bias Proportion	0.0355	0.0069	0.0065
	نسبة التباين Variance Proportion	0.2354	0.7092	0.3214
	نسبة التغاير Covariance Proportion	0.7290	0.2839	0.6721
	متباينة ثيل Thiel Inequality Coefficient	0.2129	102.3360	0.3252

** **تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى ٠.٠١.**

* **تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى ٠.٠٥.**

المصدر: نتائج التحليل الإحصائى للبيانات.

يتضح من الجدول السابق (٥) أن معادلة النموذج المقدر كانت كما يأتي:

$$y_1 = -5.325 + 217.3\, x_{2it} - 0.058\, x_{3it} + 4.023\, x_{4it} + 78.884\, x_{5it} + 2.522\, x_{6it} + 0.216\, x_{7_{2it}} + 0.221\, y_{1it-1} + 0.115\, y_{1it-2}.$$

$$y_2 = -5.325 + 217.3\, x_{2it} - 0.058\, x_{3it} + 4.023\, x_{4it} + 78.884\, x_{5it} + 2.522\, x_{6it} + 0.216\, x_{7_2it} + 0.221\, y_{1it-1} + 0.115\, y_{1it-2}.$$

$$y_3 = -5.325 + 217.3\, x_{2it} - 0.058\, x_{3it} + 4.023\, x_{4it} + 78.884\, x_{5it} + 2.522\, x_{6it} + 0.216\, x_{7_2it} + 0.221\, y_{1it-1} + 0.115\, y_{1it-2}.$$

يتضح من معادلة الانحدار السابقة الخاصة بمعاملات نموذج الانحدار بطريقة الانحدار الذاتي من الدرجة الثانية Autoregressive Models (AR2) لمحددات أداء محافظ الأوراق المالية على العائد المعدل بالمخاطر الكلية فيما يأتي:

- إن أهم المتغيرات التي تؤثر في العائد المعدل بالمخاطر الكلية بالترتيب، وفقًا لظهورها في معادلة الانحدار هي: المخاطر غير المنتظمة(X_5)، المخاطر المنتظمة(X_4)، التوقيت السوقي (X_2)، التنويع(X_3)، سياسة الاستثمار الدفاعية (X7_2)، مصروفات الصندوق(X6). وإن أهم المتغيرات التي تؤثر في العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة (Y2) بالترتيب، وفقًا لظهورها في معادلة الإنحدار وهي : التنويع(X3)، والمخاطر غير المنتظمة(X5)، والتوقيت السوقي (X2)، والقدرة على الاختيار(X1). وإن أهم المتغيرات التي تؤثر في العائد الإضافي غير العادي(Y3) بالترتيب، وفقًا لظهورها في معادلة الإنحدار وهي : القدرة على الاختيار(X1)، المخاطر المنتظمة(X4)، التنويع(X3)، المخاطر غير المنتظمة(X5)، سياسة الاستثمار الهجومية(X7_1)، سياسة الاستثمار الدفاعية(X7_2)، حجم الأموال المستثمرة(X8)، نسبة المصروفات.

- وجود تأثير للأبعاد والمتغيرات الخاصة بمحددات أداء محافظ الأوراق المالية في كلٍ من العائد المعدل بالمخاطر الكلية، العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة، العائد الإضافي غير العادي. حيث أكدت على ذلك قيمة اختبار"ف" {ف المحسوبة = ١٥٤.٢١٧٩، ١٠٢.٣٣٦٠، ٣٧.٤٨٣٨} على التوالي؛ الأمر الذي يعكس دلالتها الإحصائية عند مستوى معنوية ٠.٠١، وذلك عند درجات حرية (٦، ٦٩٧)، (٦، ٦٩٧)، (٨، ٦٩٥).
- كما أكدت نتائج اختبار ديربن واطسون على عدم وجود ارتباط تسلسلي، حيث بلغت قيمة اختبار ديربن واطسون (١.٩٩٥٥، ١.٨١٩، ١.٩٢١٥) على التوالي؛ مما يعكس نجاح النماذج بالوفاء بمتطلباتها أو الغرض منها، حيث قيم الأخطاء المعيارية لمعاملات الانحدار منخفضة جدًا ٠.٩٤٠٤، مما يؤدي إلى اتخاذ قرار صحيح في قبول أو رفض معاملات الانحدار المقدرة؛ الأمر الذي لا يؤثر في قيم التقديرات الخاصة بالنماذج فيتم قبول المتغيرات بالنموذج المقدر.
- بلغت نسبة التحيز للنماذج المقدرة (٠.٠٣٥٥، ٠.٠٠٦٩، ٠.٠٠٦٥) على التوالي؛ مما يَعني أن هذه النماذج تُعطي تحيزًا بنسبة (٣.٥%، ٠.٠٦٩%، ٠.٠٦٥%) على التوالي؛ مما يدل على جودة النماذج المقدرة في التنبؤ الصحيح، حيث يبلغ الفرق في التنبؤ بين القيمة الحقيقة والقيمة المقدرة (٣.٥%، ٠.٠٦٩%، ٠.٠٦٥%).
- أسفرت نتائج قيمة مُعامل ثيل U-test بهدف التعرف على القدرة التنبئية للنموذج المقدر عن قيمة (U=0.212991, 102.3360, 0.3252)، مما يعكس أن النماذج المقدرة تتمتع بقدرة تنبئية؛ نظرًا لقرب المعامل من الصفر.

ثالث عشر: النتائج والتوصيات ومجالات البحث المستقبلية:

١- النتائج

استهدفت الدراسة الحالية الوقوف على محددات أداء محافظ الأوراق المالية لصناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. وقد

توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

١/١ يوجد تأثير معنوي لمحددات أداء محافظ الأوراق المالية (المخاطر المنتظمة، المخاطر غير المنتظمة، التوقيت السوقي، التنويع، العائد المعدل بالمخاطر الكلية للفترة السابقة، العائد المعدل بالمخاطر الكلية لفترتين سابقتين) في العائد المرجح بالمخاطر الكلية "مؤشر شارب" وذلك كما يأتي:

- هناك تأثير طردي بين المخاطر المنتظمة والعائد المعدل بالمخاطر الكلية (مؤشر شارب)، وتُعد هذه النتيجة من وجهة نظر الباحث نتيجة منطقية، حيث كلما زادت المخاطر، ارتفع العائد، وتتفق هذه النتيجة مع العديد من الدراسات، مثل: (مريم ٢٠١٦) (حزوري & عبيدو ٢٠٢١) .

- هناك تأثير طردي بين المخاطر غير المنتظمة والعائد المعدل بالمخاطر الكلية (مؤشر شارب)، ويرى الباحث أن هذه النتيجة تُعد طبيعة، حيث كلما ارتفعت المخاطر؛ كلما ارتفع العائد، وتختلف هذه الدراسة مع دراسة (حزوري & عبيدو ٢٠٢١) (مريم ٢٠١٦).

- هناك تأثير طردي بين استراتيجية التوقيت السوقي والعائد المعدل بالمخاطر الكلية. ويرى الباحث أن هذه النتيجة طبيعية، حيث كلما زادت كفاءة مدير المحفظة في الاستفادة من استراتيجية التوقيت السوقي؛ انعكس ذلك على العائد المعدل بالمخاطر الكلية، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (حزوري & عبيدو ٢٠٢١) (مريم ٢٠١٦) (الهادي & صبيح ٢٠١٨) (dos Santos, Brandi and Policy 2017).

- هناك تأثير عكسي بين التنويع والعائد المعدل بالمخاطر الكلية. ويرى الباحث أن ذلك يرجع إلى أن اتجاه مديري المحافظ نحو التنويع؛ يؤدي إلى الانخفاض في حجم الأموال التي يتم تخصيصها إلى شركة معينة أو قطاع اقتصادي معين في السوق أو حتى بين الاستثمارات في الأسهم وغيرها من الأدوات الاستثمارية

الأخرى، مما ينعكس بالسلب على الأداء المعدل بالمخاطر للمحافظ.

- هناك تأثير عكسي بين سياسة الاستثمار الدفاعية والعائد المعدل بالمخاطر الكلية. ويرى الباحث أن ذلك يرجع إلى قيام مديري الاستثمار بتوجيه معظم الاستثمارات نحو الأوراق المالية الخالية من المخاطر والقيام بشراء الأسهم؛ بغرض الاستقرار والاحتفاظ بها لفترة كبيرة، مما يؤدي إلى ضياع العديد من فرص الاستثمار وينعكس بالسلب على العائد المعدل بالمخاطر.

- هناك تأثير طردي بين مصروفات الصندوق والعائد المعدل بالمخاطر الكلية. ويرى الباحث أن ذلك يرجع إلى أن زيادة مصروفات الصناديق تَعني أن هناك تحركاتٍ كثيرة في عمليات المتاجرة بيعًا وشراءً لأسهم الشركات المستثمَر فيها من قِبل الصندوق؛ مما يَعني أن هناك زيادةً في مصروفات الصندوق وفي نفس الاتجاه زيادة العائد المعدل بالمخاطر.

- هناك تأثير طردي بين العائد المعدل بالمخاطر الكلية للفترة السابقة والعائد المعدل بالمخاطر الكلية. ويرجع ذلك إلى أن العائد المعدل بالمخاطر الكلية الذى تتأثر به المحفظة في الفترة السابقة يظل تأثيره مستمرًا للمستقبل، مما يحتم على القائمين على إدارة الصندوق بضرورة الأخذ في الحسبان العائد المعدل بالمخاطر الكلية للفترة السابقة عند القيام بتقييم أداء المحفظة.

- هناك تأثير طردي بين العائد المعدل بالمخاطر الكلية لفترتين سابقتين والعائد المعدل بالمخاطر الكلية. ويرجع ذلك إلى أن العائد المعدل بالمخاطر الكلية الذى تتأثر به المحفظة في الفترتين السابقتين يظل تأثيره مستمرًا للمستقبل، مما يحتم على القائمين على إدارة الصندوق بضرورة الأخذ في الحسبان العائد المعدل بالمخاطر الكلية للفترتين السابقتين عند القيام بتقييم أداء المحفظة.

مما سبق نرفض صحة الفرض الأول القائل: "لا يوجد تأثير معنوي لأساليب إدارة محافظ الأوراق المالية في العائد المرجح بالمخاطر الكلية "ونقبل الفرض

البديل، حيث يوجد تأثير معنوي لأساليب إدارة محافظ الأوراق المالية التالية {المخاطر غير المنتظمة، المخاطر المنتظمة، التوقيت السوقي، التنويع، سياسة الاستثمار الدفاعية، مصروفات الصندوق} في العائد المرجح بالمخاطر الكلية.

٢/١ يوجد تأثير معنوي لمحددات أداء محافظ الأوراق المالية (التنويع، المخاطر غير المنتظمة، التوقيت السوقي، العائد المعدل بالمخاطر المنتظمة للفترة السابقة، العائد المعدل بالمخاطر المنتظمة لفترتين سابقتين) في العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة "مؤشر ترينور" وذلك كما يأتي:

- هناك تأثير طردي بين استراتيجية التنويع والعائد المرجح بالمخاطر المنتظمة. ويرى الباحث أن هذه النتيجة طبيعية، حيث إن التنويع يؤدي إلى تقليل المخاطر، وأن العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة لا يتأثر بالتنويع.

- يتضح أن هناك تأثيرًا طرديًا بين المخاطر غير المنتظمة، والعائد المرجح بالمخاطر المنتظمة. ويرى الباحث أن هذه النتيجة طبيعة، حيث كلما ارتفعت المخاطر؛ ارتفع العائد.

- هناك تأثير عكسي بين استراتيجية التوقيت السوقي، والعائد المرجح بالمخاطر المنتظمة. ويرى الباحث أن هذه النتيجة طبيعية، حيث كلما انخفضت كفاءة مدير المحفظة في الاستفادة من استراتيجية التوقيت السوقي؛ انعكس ذلك على العائد المرجح بالمخاطر المتنظمة.

- هناك تأثير عكسي بين زيادة القدرة على الاختيار، والعائد المرجح بالمخاطر المنتظمة.

- هناك تأثير طردي بين العائد المعدل بالمخاطر المنتظمة للفترة السابقة، والعائد المعدل بالمخاطر المنتظمة. ويرى الباحث أن ذلك يرجع إلى أن العائد المعدل بالمخاطر المنتظمة الذى تتأثر به المحفظة في الفترة السابقة يظل تأثيره مستمرًا للمستقبل، مما يحتم على القائمين على إدارة الصندوق بضرورة الأخذ في الحسبان العائد المعدل بالمخاطر المنتظمة للفترة السابقة عند القيام بتقييم أداء المحفظة.

- هناك تأثير طردي بين العائد المعدل بالمخاطر المنتظمة لفترتين سابقتين والعائد المعدل بالمخاطر المنتظمة. ويرى الباحث أن ذلك يرجع إلى أن العائد المعدل بالمخاطر المنتظمة الذى تتأثر به المحفظة في الفترتين السابقتين يظل تأثيره مستمرًا للمستقبل، مما يحتم على القائمين على إدارة الصندوق بضرورة الأخذ في الحسبان العائد المعدل بالمخاطر المنتظمة للفترتين السابقتين عند القيام بتقييم أداء المحفظة.

مما سبق نرفض صحة الفرض الثانى القائل: "لا يوجد تأثير معنوي لأساليب إدارة محافظ الأوراق المالية في العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة"، ونقبل الفرض البديل، حيث يوجد تأثير معنوي لأساليب إدارة محافظ الأوراق المالية التالية {التنويع، المخاطر غير المنتظمة، استراتيجية التوقيت السوقى، القدرة على الاختيار} في العائد المرجح بالمخاطر المنتظمة.

٣/١ يوجد تأثير معنوي لمحددات أداء محافظ الأوراق المالية (التنويع، المخاطر غير المنتظمة، التوقيت السوقي، العائد المعدل بالمخاطر المنتظمة للفترة السابقة، العائد المعدل بالمخاطر المنتظمة لفترتين سابقتين) في العائد الإضافي غير العادي "مؤشر جينسن" وذلك كما يأتي:

- هناك تأثير عكسي بين زيادة القدرة على الاختيار، والعائد الإضافي غير العادي للمحفظة.

- هناك تأثير عكسي بين التنويع، والعائد الإضافي غير العادي للمحفظة. ويرى الباحث أنه يمكن تفسير ذلك إلى أن اتجاه مديري المحافظ نحو التنويع؛ يؤدي إلى الانخفاض في حجم الأموال التي يتم تخصيصها إلى شركةٍ ما أو قطاعٍ اقتصادي ما في السوق، أو حتى بين الاستثمارات في الأسهم وغيرها من الأدوات الاستثمارية الأخرى، مما ينعكس بالسلب على العائد الإضافي غير العادي، ويرى الباحث أيضًا أن ذلك يرجع كذلك لانخفاض حجم الصناديق العاملة في السوق المصري، مما انعكس بالسلب على تأثير التنويع في الإضافي غير العادي.

- هناك تأثير طردي بين المخاطر المنتظمة، والعائد الإضافي غير العادي للمحفظة، وتُعد هذه النتيجة من وجهة نظر الباحث نتيجة منطقية، وكلما زادت المخاطر؛ ارتفع العائد الإضافي غير العادي، وتتفق هذه النتيجة مع العديد من الدراسات، مثل: (حزوري & عبيدو ٢٠٢١) (مريم ٢٠١٦) (Ewen and Rieger 2020) (Anson 2020).

- هناك تأثير عكسي بين المخاطر غير المنتظمة، والعائد الإضافي غير العادي للمحفظة، وتتفق هذه النتيجة مع (حزوري & عبيدو ٢٠٢١) (مريم ٢٠١٦) (Chang, Krueger and Witte 2021).

- هناك تأثير عكسي بين حجم الأموال المستثمرة، والعائد الإضافي غير العادي للمحفظة. ويرى الباحث أن هذه النتيجة قد ترجع لانخفاض عدد الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المصري في ظل انخفاض أداء مديري المحافظ.

- هناك تأثير طردي بين سياسة الاستثمار الهجومية والعائد الإضافى غير العادي للمحفظة. ويرى الباحث أن ذلك يرجع إلى أن السياسة الهجومية تشجع على الاستثمار وعدم الاحتفاظ بالأسهم لمددٍ كبيرة، وكلما زادت السياسة الهجومية؛ زادت الاستثمارات في الأدوات ذات العائد غير الثابت، مما ينعكس بالإيجاب على العائد الإضافي غير العادي للمحفظة، وتتفق هذه النتيجة مع العديد من الدراسات، مثل: (عويد & آخرون ٢٠٢٢) (فارس & إسماعيل ٢٠١٠) (Ewen and Rieger 2020).

- هناك تأثير عكسى بين سياسة الاستثمار الدفاعية والعائد الإضافي غير العادي للمحفظة.

- هناك تأثير عكسي بين مصروفات الصندوق(X6)، والعائد الإضافي غير العادي للمحفظة: ويرى الباحث أن هذه النتيجة منطقية، حيث كلما ارتفعت مصروفات الصندوق نتيجة للعديد من الأسباب، منها: استخدام استراتيجية التوقيت السوقي أو استراتيجية التنويع- انعكس ذلك على زيادة حجم المصروفات نتيجة زيادة التعاملات

بالبيع والشراء، مما ينعكس على العائد الإضافي غير العادي سواءً بالسلب أو الإيجاب، وتتفق هذه النتيجة مع العديد من الدراسات، مثل: دراسة (عويد & آخرون ٢٠٢٢) (جلال ٢٠١٥) (dos Santos, Brandi and Policy 2017) (Anson 2020) (Chang, Krueger and Witte 2021).

- هناك تأثير طردي بين العائد الإضافي غير العادي للفترة السابقة (الربع الأخير)، والعائد الإضافي غير العادي. ويرى الباحث أن ذلك يرجع إلى أن العائد الإضافي غير العادي للفترة السابقة يظل تأثيره مستمرًا للمستقبل، مما يحتم على القائمين على إدارة الصندوق بضرورة الأخذ في الحسبان العائد الإضافي غير العادي للفترة السابقة عند القيام بتقييم أداء المحفظة.

- العائد الإضافي غير العادي لفترتين سابقتين، حيث يتضح أن هناك تأثيرًا طرديًا بين العائد الإضافي غير العادي لفترتين سابقتين، والعائد الإضافي غير العادي، ويرى الباحث أن ذلك يرجع إلى أن العائد الإضافي غير العادي الذى تتأثر به المحفظة في الفترتين السابقتين يظل تأثيره مستمرًا للمستقبل، مما يحتم على القائمين على إدارة الصندوق بضرورة الأخذ في الحسبان العائد المعدل الإضافي غير العادي للفترتين السابقتين عند القيام بتقييم أداء المحفظة.

مما سبق نرفض صحة الفرض الثالث القائل: " لا يوجد تأثير معنوي لأساليب إدارة محافظ الأوراق المالية للعائد الإضافي غير العادي للمحفظة. "ونقبل الفرض البديل، حيث يوجد تأثير معنوي لأساليب إدارة محافظ الأوراق المالية التالية {القدرة على الاختيار، التنويع، المخاطر المنتظمة، المخاطر غير المنتظمة، حجم الأموال المستثمرة، سياسة الاستثمار الهجومية، سياسة الاستثمار الدفاعية، مصروفات الصندوق} في العائد الإضافي غير العادي.

٢- التوصيات والدراسات المستقبلية:

١/٢ استنادًا إلى نتائج الدراسة التي تشير إلى أن التنويع أمر مهم من أجل تحسين أداء

المحفظة، نوصي الجهات الرقابية والمؤسسات في سوق الأوراق المالية المصري بتشجيع المديرين على الاستثمار في محافظ الأوراق المالية؛ من خلال وضع استراتيجيات استثمارية جديدة.

٢/٢ ضرورة إنشاء إدارة متخصصة من قِبل شركات إدارة محافظ الأوراق المالية؛ تهدف إلى عمل دراسات ميدانية حول عوامل السوق والعوامل المؤثرة في توجهات المستثمرين ووسائل الجذب.

٣/٢ ضرورة تطوير استراتيجية جديدة لإدارة محافظ الأوراق المالية من خلال تناول متغيرات أخرى، مثل: الأداء التشغيلي، مخاطر الدولة، الأحداث المتطرفة، الأحداث غير المتوقعة، استقرار الدولة، وسلوك سوق السلع الأساسية في الاعتبار عند الاستثمار أو عملية اتخاذ قرار سحب الاستثمارات.

٤/٢ ضرورة تحليل مخاطر المحفظة إلى مجموعة من العوامل الأساسية؛ ووضع نموذج ديناميكي مع تحميلات عوامل متغيرة بمرور الوقت؛ حتى نتمكن من التقاط تحولات السوق.

٥/٢ ضرورة وضع خطوات لتحليل المخاطر إلى عوامل تشمل: رسم خرائط المحفظة إلى مؤشرات، واختيار مجموعة أولية من العوامل الأساسية، وبناء نموذج عامل ثابت وديناميكي، وإجراء الاختبار الخلفي لإجراء التحقق من صحة النموذج. إن نتائج تطبيق هذا الإجراء في ظروف السوق الصعبة مثل تلك الخاصة بالسوق المصرية منخفضة السيولة مشجعة للغاية، حيث تُظهر أن نموذج المخاطر القائم على العوامل للمحافظ ذات الدخل الثابت قد يكون وسيلةً مفيدة لنمذجة المخاطر.

٦/٢ إجراء دراسات مستقبلية لدراسة تأثير التنويع في عوامل أخرى باستثناء المخاطر والعائد لأنواع أخرى من الاستثمارات، مثل: السندات وصناديق الاستثمار العقارية.

٧/٢ إجراء دراسات مستقبلية لدراسة تأثير التنويع من مختلف البورصات -بالإضافة إلى بورصة مصر- في مخاطر المحفظة والعائد.

٨/٢ يمكن تحسين هذه الدراسة من خلال دمج صناديق الاستثمار الأخرى مثل الصناديق الإسلامية، وكذلك دمج صناديق الاستثمار الدولية باستخدام نفس المتغيرات.

(عويد، احمد and سعود ٢٠٢٢) (إبراهيم ٢٠١٥) (فارس and عدنان ٢٠٢١) (الأحمد and كنجو ٢٠١٣) (حزوري، عبيدو and وهاب ٢٠٢١) (عقيله ٢٠١٨) (الهادي and صبيح ٢٠١٨)

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- إبراهيم، ا. ج. (٢٠١٥). "استخدام التنويع في تشكيل محافظ أوراق مالية كفء: بالتطبيق على سوق المال السعودي." المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة ٤٥(٣): ٧١-٩٨.
- الأحمد، ح. ع. ا. and ع. كنجو (٢٠١٣). "تطوير نموذج لاختيار الأوراق المالية بهدف تحسين الأداء الاستثماري (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في البورصة المصرية)." مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات ٣١.
- الهادي، خ. ص. and خ. صبيح (٢٠١٨). "أثر كفاءة مدير محفظة الأوراق المالية على الأداء الاستثماري الكفء لمحفظة الأوراق المالية دراسة تطبيقية على الشركات المصرية." مجلة البحوث التجارية ٤٠(١): ٧٧-١١٩.
- جاد ، م. ح. ع. (٢٠٢١). "تحليل مقارن لأداء صناديق الاستثمار في البنوك العامة التجارية المصرية وصناديق الاستثمار في البنوك الاستثمارية باستخدام المقاييس المرجحة بالمخاطر بالتطبيق على سوق رأس المال المصري." المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية ١٢(١): ٢٤٥-٢٦٩.
- حزوري، ح.، et al. (٢٠٢١). "محاكاة القيمة المعرضة للخطر في محفظة الأوراق المالية ذات العائد الثابت باستخدام نموذج محاكاة مونتي كارلو مفهوم ومخاطر محفظة السندات." Journal of Accounting Financial Studies 16(55): 66-80.
- عقيله، ا. (٢٠١٨). "محددات تكوين محافظ الاوراق الماليه للمستثمر المؤسسي بالتطبيق علي البورصه المصريه." المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية ٩(العدد الأول الجزء الثانى): ٢٢٤-٢٣٨.

- عويد، م. ع.، et al. (٢٠٢٢). "استخدام انموذج (Jensen) في تقييم أداء المحفظة الاستثمارية دراسة تحليلية لعينة من المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٣-٢٠٢٠." Al Kut Journal of Economics and Administrative Sciences 14(٤٥).
- فارس، ا. ن. and ج. م. عدنان (٢٠٢١). "تقييم أداء المحفظة الاستثمارية الدولية لعينة من سندات الخزينة الحكومية الأمريكية باستخدام نموذج العائد والمخاطرة لترشيد القرار الاستثماري: دراسة تحليلية." مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية - سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية ٤٣(٢): ١٤٥ - ١٦٧.
- مريم، ب. (٢٠١٦). إدارة المخاطر وأثرها على تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، جامعة باجي مختارسيدي عاشور عنابة

ثانيًا: المراجع باللغة الأجنبية

- Alves, P. (2016). "The expenses of real estate funds in a small market: their determinants."
- Ammann, M., Moerth, P. (2005). "Impact of fund size on hedge fund performance." Journal of Asset Management 6(3): 219–238.
- Andreu, L., et al. (2018). "Mutual fund performance attribution and market timing using portfolio holdings." 57: 353-370.
- Anson, M. J. T. J. o. P. M. (2020). "Manager selection, deselection, and termination." 46(5): 6-16.
- Awoye, O. A. (2016). Markowitz minimum variance portfolio optimization using new machine learning methods, (UCL) University College London.
- Barber, B. M., et al. (2005). "Out of sight, out of mind: The effects of expenses on mutual fund flows." 78(6): 2095-2120.
- Berk, J. B., and J. H. van Binsbergen (2015). "Measuring Skill in the Mutual Fund Industry." Journal of Financial Economics 118(1): 1–20.

- Borri, N., et al. (2018). "The Performance of Market-Timing Strategies of Italian Mutual Fund Investors." 47(1): 5-20.
- Catan, D. J. S. U. B. B.-O. (2021). "The Nexus Between Hedge Fund Size and Risk-Adjusted Performance." 66(3): 40-56.
- Chang, C. E., et al. (2021). "Importance of costs in target date fund selection using three Morningstar ratings." 8(4): 66-83.
- Chikwira, C. and J. I. J. E. Mohammed (2023). "The Impact of the Stock Market on Liquidity and Economic Growth: Evidence of Volatile Market." 11(6): 155.
- Dhar, J. and K. J. D. Mandal (2014). "Market timing abilities of Indian mutual fund managers: An empirical analysis." 41: 299-311.
- dos Santos, S. F., et al. (2017). "Selecting portfolios for composite indexes: application of Modern Portfolio Theory to competitiveness." 19: 2443-2453.
- Ewen, M. and M. O. J. J. o. R. Rieger (2020). "Fund size and the stability of portfolio risk."
- Fulkerson, J. A. and T. B. J. J. o. E. F. Riley (2019). "Portfolio concentration and mutual fund performance." 51: 1-16.
- Galagedera, D. U., et al. (2018). "A new network DEA model for mutual fund performance appraisal: An application to US equity mutual funds." 77: 168-179.
- Getmansky M., L. A. W., Makarov I. (2004). "An econometric model of serial correlation and illiquidity in hedge fund returns." Journal of Financial Economics 74(3): 529-609.

- He, X. (2021). Market Timing strategy through Reinforcement Learning, Temple University. Libraries.
- Mansor, F., et al. (2015). "New evidence on the impact of fees on mutual fund performance of two types of funds." 35: 102-115.
- McKenzie, D. J. A. a. h. (2017). "Optimal Sparse Markowitz Portfolios."
- Minhas, A. A. (2014). "The factors affecting the performance of mutual funds in Pakistan."
- Musah, A., et al. (2014). "Market timing and selectivity performance of mutual funds in Ghana." 4(7): 1361-1368.
- Nanigian, D. J. J. o. F. P. (2016). "The Expense-Performance Relationship (or Lack Thereof)." 29(3): 30-32.
- Paula, J. S. d., et al. (2021). "Investment fund selection techniques from the perspective of Brazilian pension funds." 33: 167-182.
- Shahi, C. and S. J. A. E. L. Shaffer (2017). "CAPM and the changing distribution of historical returns." 24(9): 639-642.
- Sharma, D. and R. Verma (2018). "Performance evaluation of selectivity skills of fund managers in India: An analysis of Index funds."
- Sheng, J., M. Simutin, and T. Zhang (2019). "Cheaper Is Not Better: On the Superior Performance of High-Fee Mutual Funds." Rotman School of Management Working Paper No. 2912511(September 1).
- Singh, A. B. and P. J. B. A. I. J. Tandon (2022). "Association between fund attributes and fund's performance: a panel data approach." 29(1): 285-304.
- Tchamyou, V. S., et al. (2017). "Conditional market timing in the mutual

fund industry." 42: 1355-1366.

- Wermers, R. (2000). "Mutual fund performance: an empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses." J Financ 55(4): 1655-1695.