

## العلاقة بين السياسات الإلزامية وعوائد صناديق الاستثمار في مصر\*

د. علي سعد محمد داود

مدرس بقسم إدارة الأعمال - كلية الإدارة

أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

جمهورية مصر العربية

### الملخص:

يهدف هذا البحث إلى اختبار أثر السياسات الإلزامية على عوائد صناديق الاستثمار في مصر. وقد تم الاعتماد على بيانات كل من مؤشر البورصة المصرية الرئيس Case 30 وأسعار وثائق صناديق الاستثمار لتسعة وعشرين صندوقاً من الصناديق المفتوحة للفترة من 2001 حتى 2008. كما تم استخدام معدل التغير والمتوسط الحسابي لحساب متوسط العائد لكل من السوق وصناديق الاستثمار والانحراف المعياري لحساب مخاطرها. ثم تم تطبيق أسلوب علاقة الارتباط البسيط لاختبار العلاقة بين كل من السوق والصناديق من حيث العائد والمخاطرة ومستوى الأداء. وتبع ذلك تطبيق نموذج السمبلكس لاختبار أثر السياسات الإلزامية على عوائد صناديق الاستثمار.

وخلص البحث إلى وجود علاقة ارتباط قوية بين كل من متوسط العائد والمخاطر ومستوى الأداء بين السوق وصناديق الاستثمار، مما يشير إلى تشابه السياسات الاستثمارية المطبقة في غالبية صناديق الاستثمار، وخاصة أن مديري الصناديق في مصر يقومون بإدارة أكثر من صندوق في معظم الأحوال حتى ثماني صناديق. كما ثبت أن هناك علاقة عكسية بين السياسات الإلزامية وعوائد صناديق الاستثمار.

ويوصي الباحث بوجوب قيام هيئة الرقابة المالية بالعمل على تعديل القانون رقم 92 لسنة 1995 بما يخفف من الأثر السلبي للسياسات الإلزامية على عوائد الصناديق، وبما يتيح مرونة أكبر لمديري الصناديق في تعظيم عوائدها، مع إعادة النظر في التصريح لمديري صناديق الاستثمار بإدارة أكثر من صندوق، مع تطبيق الضرائب على الأرباح الرأسمالية لتقليل حجم المضاربات في السوق.

### المقدمة:

تمثل صناديق الاستثمار أحد الأوعية الادخارية المهمة التي تقوم بتجميع رؤوس الأموال بهدف استثمارها في محافظ الاستثمار المختلفة بما يوفر مصادر التمويل للشركات بجانب وجود مجال لتعظيم ثروة الأفراد. وتبلغ صناديق الاستثمار في مصر حوالي 40 صندوقاً تقريباً يقوم بإدارتها ما يقرب من 20 مديراً للصناديق.

وتتلخص أهم أهداف صناديق الاستثمار على مستوى الاقتصاد القومي فيما يلي:

\* تم تسلّم البحث في نوفمبر 2012، وقَبِل للنشر في فبراير 2013.

- 1- تنشيط حركة التعامل في بورصة الأوراق المالية من خلال الاستثمار في أوراق مالية مقيدة بالبورصة.
- 2- الاستفادة من الخبرة المحترفة القائمة على إدارة صناديق الاستثمار، الأمر الذي ترتب عليه تحقيق المستثمر الفرد لعائد أعلى مما كان يمكن تحقيقه بمعرفته.
- 3- تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر الفرد من خلال التوزيع الكفء لمحفظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار.
- 4- تخفيض تكاليف الشراء والبيع للصفقات الكبيرة التي تعقدها صناديق الاستثمار.

كما تدور عملية إدارة الصندوق في الآتي:

- **محددات السياسة الاستثمارية:** وتتمثل في، مستوى المخاطر المقبول. ومحددات الاحتفاظ بأية أصول مالية في محفظة الصندوق وبالتناسب مع درجة المخاطر المقبولة.
- **التنوع المطلوب في محفظة استثمار الصندوق:** الحد الأدنى من الأوراق المالية التي يتم الاحتفاظ بها. والحد الأقصى لنسبة الاستثمار في كل ورقة مالية. والحد الأقصى لنسبة الاستثمار في كل قطاع من قطاعات البورصة. ونسبة الحد الأدنى من السيولة بمحفظة استثمارات الصندوق.
- **سياسات الاستثمار:** وتتمثل في، موازنة/ دفاعية أي التحفظ تجاه المخاطر فتركز الاستثمارات في السندات الحكومية وأذون الخزانة والودائع المصرفية. وهجومية أي محاولة تحقيق أرباح رأسمالية نتيجة لتقلبات الأسعار.
- **السياسة المتوازنة:** أي الجمع بين تحقيق الأرباح وتحقيق مستوى منخفض من المخاطر. واختيار الأصول المالية. وقياس وتقييم الأداء المالي.

والسياسات السابقة تتأثر مرونتها بالسياسة الإلزامية التي يقصد بها مجموعة السياسات المطبقة على إدارة محافظ الصناديق وفقاً للقانون، والتي وردت بالقانون رقم 95 لسنة 1992، والذي يلعب دوراً محورياً في طريقة إدارة الصندوق وبما يؤثر بالقطع على مستوى كل من العائد والمخاطرة. ويمكن استعراض أهم السياسات الإلزامية كما يلي.

القانون يشترط أن يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة مساهمة برأسمال نقدي، وأن تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه أو المتعاملين معه أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة. كما إن نشرات الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي تطرحها صناديق الاستثمار للاكتتاب العام يجب أن تتضمن البيانات الإضافية التالية:

- السياسات الاستثمارية.
- طريقة توزيع الأرباح السنوية وأساليب معاملة الأرباح الرأسمالية.
- أسهم الجهة التي تتولى إدارة نشاط الصندوق وملخص واف عن أعمالها السابقة.
- طريقة التقييم الدوري لأصول الصندوق وإجراءات استرداد قيمة وثائق الاستثمار.

كما يجوز للبنوك وشركات التأمين بترخيص من الهيئة - بعد موافقة البنك المركزي المصري أو الهيئة العامة للرقابة المالية حسب الأحوال - أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار، وتنظم اللائحة التنفيذية إجراءات الترخيص وأحكام وضوابط مباشرة ذلك النشاط وإشراف الهيئة عليها.

ويمكن تلخيص السياسات الإلزامية من القانون على صناديق الاستثمار المفتوحة وفقاً للجدول التالي:

بيان القانون	عنصر السياسة
<p>- لا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على 10% من أموال الصندوق وبما لا يجاوز 15% من أوراق تلك الشركة.</p> <p>- لا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى على 10% من أمواله وبما لا تجاوز 5% من أموال كل صندوق مستثمر فيه.</p>	1- نسبة الاستثمار في الشركة الواحدة أو صندوق الاستثمار.
<p>- يجب على الصندوق الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات استرداد قيمة وثائق الاستثمار وفقاً لشروط الاسترداد الواردة بنشرات الاكتتاب في هذه الوثائق.</p> <p>- لا يجوز الاقتراض من الغير بما يجاوز 10% من قيمة وثائق الاستثمار القائمة على أن يكون القرض قصير الأجل وبموافقة البنك الذي يحتفظ لديه بالأوراق المالية التي تستثمر فيها أموال الصندوق.</p>	2- نسبة الاحتفاظ بالسيولة وحدود الاقتراض.
<p>- لا يجوز للصندوق إصدار وثائق استثمار لحاملها إلا وفقاً للشروط والأوضاع التي يحددها مجلس إدارة الهيئة في كل حالة على حدة وبشرط ألا يزيد عدد هذه الوثائق على 25% من مجموع الوثائق المصدرة.</p>	3- إصدار وثائق لحامله.
<p>- يحدد النظام الأساسي للصندوق الحد الأقصى للأموال التي يجوز الاكتتاب، وإصدار وثائق استثمار مقابلة بما لا يجاوز عشرة أمثال رأس مال شركة الصندوق المدفوع.</p> <p>- إذا انتهت المدة المحددة للاكتتاب دون الاكتتاب في جميع وثائق الاستثمار التي تم طرحها جاز للصندوق تعديل قيمة الأموال المراد استثمارها بالاكتفاء بما تم تغطيته من الوثائق بشرط ألا يقل عن 50% من مجموع الوثائق المصدرة، وفي هذه الحالة يجب تغيير جميع مستندات الصندوق بما يتفق مع قيمة الوثائق المكتتب فيها.</p> <p>- يسقط ترخيص الصندوق إذا لم يتم تعديله طبقاً للفقرة السابقة أو قل عدد الوثائق التي اكتتب فيها عن 50% وعلى البنك الذي تلقى مبالغ من المكتتبين أن يرد إليهم هذه المبالغ كاملة فور طلبها بما في ذلك مصروفات الإصدار.</p>	4- الحد الأقصى والأدنى للاكتتاب.
<p>- يتم حساب قيمة الأوراق المالية التي تستثمرها صناديق الاستثمار عند إعداد القوائم المالية على أساس القيمة السوقية لها على أن يجنب 50% على الأقل من صافي الزيادة للقيمة السوقية كاحتياطي رأسمالي.</p>	5- حساب قيمة الأوراق المالية عند إعداد القوائم.
<p>- يتم توزيع تصفية الصندوق بين مساهمي الشركة وأصحاب وثائق الاستثمار القائمة في تاريخ التصفية بنسبة رأسمال الشركة المدفوع ورصيد حملة الوثائق في ذلك التاريخ.</p>	6- توزيع التصفية.

المصدر: الجدول من إعداد الباحث من القانون رقم 95 لسنة 1992 لهئية سوق المال.

وفي ذلك الإطار سنقوم باستعراض الأبحاث السابقة في مجال تقييم أداء صناديق الاستثمار خاصة النماذج الكمية المستخدمة وفقاً لما يلي:

#### الدراسات السابقة:

دراسة (سيد طيبي، 1997)، وتناولت تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر (دراسة نظرية وتطبيقية) عددًا من الجوانب المتعلقة بتجربة الصناديق، سواء من ناحية السياسة الاستثمارية أو إدارة الصناديق وعرضت أهم القضايا المطروقة التي تؤثر بشكل مباشر على نشاط الصناديق. وقد أكدت الدراسة وجود ارتباط بين المبادئ التي تقوم عليها سياسات الصناديق الاستثمارية والمبادئ التي يقوم عليها تكوين محفظة الأوراق المالية.

دراسة (عبد العاطي لاشين، 2001)، وسعت إلى بناء محفظة أسهم مثلى لصناديق الاستثمار المصرية وقد اقترح الباحث النموذج التالي:

$$= \sum X_j \text{ Max } R_p$$

Subject to

$$= \sum X_j \quad = \sum B_i X_i \quad L \geq X_i \quad 0.1 K \geq X_i \quad 0.15 C_i \geq X_i$$

حيث:  $R_p$  يمثل عائد محفظة الأسهم.  $R_i$  يمثل عائد السهم.

$X_i$  يمثل نسبة الاستثمار في السهم من إجمالي المبالغ المخصصة للاستثمار في محفظة الأسهم لصناديق الاستثمار المصرية.

$B_i$  يمثل معامل انحدار عائد الورقة مع السوق.  $L$  يمثل نسبة الاستثمار كفيد داخلي في الصندوق.

$K$  يمثل رأس المال المصدر للصندوق ويفترض أنه واحد صحيح أيضًا.

$C_i$  يمثل عدد الأسهم المصدرة للشركة مصدره الأسهم. وقد خلص الباحث إلى إمكانية الاعتماد على أسلوب، البرمجة الخطية لبناء محفظة أسهم مثلى في السوق المصري، حيث تمكن الباحث من الوصول إلى نتائج ذات دلالة منطقية، حيث أمكن التوصل إلى محفظة تحقق قيمة عائد أعلى من الطرائق التقليدية المتبعة. وقام (حسن إسماعيل فارس، 2002) بوضع نموذج لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار بالتطبيق على البورصة المصرية، بهدف إيجاد أسلوب علمي لتقييم أداء صناديق الاستثمار، وكذلك تقييم أداء مدير الاستثمار معتمدًا على ثلاثة محاور.

أ- معدل العائد اليومي المرجح بالزمن.

ب- مؤشر البورصة المصرية كمؤشر مرجعي.

ج- مقياس المخاطر باستخدام الانحراف المعياري.

وقد أثبتت نتائج الدراسة بشأن تطوير نموذج علمي لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار يتغلب على أوجه القصور التي تعاني منها النماذج الحالية لتقييم الأداء الاستثماري كالاتي:

1- معدل العائد الفعلي اليومي المرجح بالزمن بدلاً من معدل العائد على الاستثمار الذي يتميز بالدقة نظرًا لاعتماده على التدفقات النقدية الداخلة والخارجة وفقًا لزممن حدوثها.

2- استخدام مؤشر البورصة كمؤشر مرجعي بدلاً من معدل العائد على أذون الخزانة.

3- الانحراف المعياري كمقياس المخاطر الكلية، حيث إنه أفضل من بيتا من حيث إنه يتبين المخاطر الكلية بدلاً من المخاطر المنتظمة فقط. وقد وضع (هشام المليجي، 2002) مقياسًا محاسبيًا للقيمة المعرضة للخطر لصناديق الاستثمار المصرية، وقد توصل الباحث إلى المخاطر السوقية التي يمكن أن تتعرض لها صناديق الاستثمار كما يلي:

- خطر السوق دلتا، ويستخدم خطر السوق دلتا في حساب التغير في قيمة الأصل الناتج عن التغيرات في سعر الأصل المالي ويحسب على النحو التالي:  $\Delta = \text{التغير في قيمة المحفظة} / \text{التغيرات في سعر الأصل المالي}$ .

- خطر السوق جاما الأصل المالي ويستخدم في حساب التغير في قيمة دلتا.

جاما = التغير في دلتا / التغيرات في سعر الأصل المالي.

- خطر السوق فيما يستخدم في حساب التغير في قيمة الأصل الناتج عن التغيرات في مقابلات سعر الأصل المالي ويحسب على النحو التالي:  $\Delta = \text{التغير في قيمة المحفظة} / \text{التغيرات في الانحراف المعياري للعوائد}$ .

وقد اقترح الباحث النموذج التالي لقياس القيمة المعرضة للخطر.

$$\text{القيمة المعرضة للخطر} = \text{ع} (\alpha - 1) \Delta^2 \text{ م}$$

حيث  $\text{ع} (\alpha - 1)$  هي قيمة  $\text{ع}$  عند الدليل  $(\alpha - 1)$  وهي 1.65 عند مستوى ثقة 95%.

$\text{ع}^2 \Delta^2 \text{ م}$  هي تباين عوائد المحفظة. واقترح (ممدوح عبد العليم سعد، 2004) نموذجًا إحصائيًا لتقييم كفاءة الأداء في سوق الأوراق المالية.

وخلص الباحث إلى أنه توجد علاقة جوهرية بين جودة الأداء في سوق الأوراق المالية وبين أداء مجموعة الصناديق العاملة بالسوق. أما دراسة (أحمد شعراوي، 2005) فركزت على تقييم أداء المؤسسات المالية غير المصرفية (دراسة تطبيقية على مشكلات قياس كفاءة أداء صناديق الاستثمار).

#### وكانت أهم نتائج هذه الدراسة:

- إن هناك ارتباطًا قويًا بين بعض الصناديق وبعضها الآخر، فهناك عائد دوري أو نمو رأسمالي، أو أن هذه الصناديق تدار عن طريق شركة الإدارة نفسها.
  - تحقيق أربعة صناديق عوائد سالبة في حين حققت الصناديق الأخرى عوائد أقل بكثير من متوسط عائد السوق، مما يؤكد عجز أو فشل الإدارة المحترفة.
  - فيما يخص تقييم أداء إدارة الصناديق باستخدام مؤشرات القيمة الاستردادية، فقد توصلت الدراسة إلى انخفاض كل من رأس المال السوقي والقيمة الاستردادية لمعظم صناديق الاستثمار في مصر.
- دراسة (جلال إبراهيم العبد، 2006)، الذي سعى إلى تحديد العوامل المحددة لأداء صناديق الاستثمار: دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية وللوصول للهدف وضع المتغيرات التالية بمحددات لأداء الصندوق وفقًا لما يلي:

- الضوابط الشرعية. - عملة الصندوق. - الرسوم الإدارية.
- الرسوم الأخرى. - هدف الصندوق. - مدير الصندوق.
- الحد الأدنى للمبلغ المستثمر في الصندوق. - نوع الصندوق.

#### وقد خلصت نتائج الدراسة إلى:

في أداء صناديق الاستثمار التي تديرها البنوك في المملكة العربية السعودية وجد أن متغير عملة الصندوق يعتبر أكثر المتغيرات تأثيرًا في أداء الصناديق، حيث يفسر هذا المتغير نسبة 71% على الأقل من أداء صناديق الاستثمارات، يلي ذلك متغير هدف الصندوق الذي يفسر نسبة 10.5% من أداء الصناديق، ثم يأتي في الترتيب الأخير نوع الصندوق الذي يفسر 71% من التغير في أداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية، بينما لم تلعب الضوابط الشرعية للصندوق دورًا في تفسير الاختلاف بين أداء الصناديق، وكذا كل من المصروفات الإدارية والمصروفات الأخرى ومدير الصندوق والحد الأدنى للمبالغ المطلوبة للاستثمار في الصندوق. ومن الأبحاث الأجنبية قام (Dubofsky, 2009)

بدراسة تأثير خروج ودخول المستثمرين في الصناديق على السيولة المستخدمة في الاستثمار، وقد توصل إلى أن لها تأثيرًا إيجابيًا على حجم السيولة المستخدم في الاستثمار، كما أضاف أن غالبية الصناديق الدولية تستثمر في السوق المحلي بنسب أكبر من الأسواق الأجنبية دون أن يشير إلى أن هذه السياسة في الاستثمار إجبارية أم اختيارية.

وقدم (Rongli Yuan et, al., 2008) دراسة عن أثر نوعية الأوراق المالية المملوكة لصناديق على مستوى الأداء، وقد وجد أن هناك علاقة إيجابية بين نوعية الأوراق المالية المملوكة ومستوى أداء الصناديق في الصين. كما قامت (Natalie Y. Oha, Jerry T. Parwada, 2005) بتحليل العلاقة بين عوائد الأسهم في السوق ومستويات التدفق الاستثماري للصناديق في كوريا، وتوصلت إلى أن هناك علاقة إيجابية بين مستوى عوائد الأسهم في السوق وحجم التدفق الاستثماري للصناديق.

ومن الدراسات السابقة يمكن استخلاص النتائج التالية:

- تدني مستوى العائد لصناديق الاستثمار مقارنة بمتوسط عائد السوق.
- إهمال التنبؤ بالمتغيرات الاقتصادية مع أنه ثبت أن لها أثرًا كبيرًا على كل من عوائد ومستوى أداء الصندوق.
- ضعف استخدام النماذج الكمية لتقدير مستويات المخاطر لمحافظ الأوراق المالية، والذي قد يرجع إلى أثر السياسات الإلزامية التي تحد من مستوى تلك المخاطر.
- السياسات الإلزامية لها أثر على مستوى كل من مستوى العائد ومستوى الأداء لإدارات صناديق الاستثمار.
- مستوى وعي المستثمر المصري له أثر كبير على مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية بما يعظم من سلبيات إدارات صناديق الاستثمار كعنصر قائد في السوق.
- ضيق مستوى حجم السوق، سواء من جانب العرض أو الطلب.
- الانحراف المعياري يمثل مقياسًا للمخاطر الكلية، حيث إنه أفضل من بيتا، من حيث إنه يمثل المخاطر الكلية بدلاً من المخاطر المنتظمة فقط.
- هناك مجموعات من المتغيرات الداخلية والخارجية لها آثار على مستوى أداء الصندوق.
- تميل صناديق الاستثمار الدولية إلى الاستثمار في الأوراق المالية المحلية عن الأجنبية.
- هناك علاقة إيجابية بين أنواع الأوراق المالية للمملوكة للصندوق ومستوى أدائه.

### 3- مظاهر المشكلة وتساؤلات البحث:

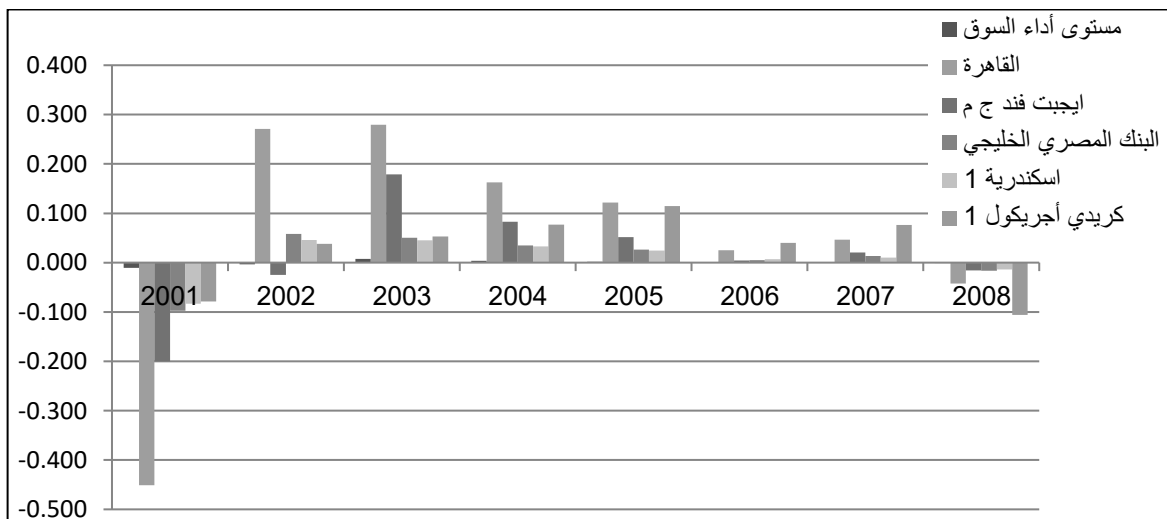
سوف نقوم باستعراض متوسط عائد السوق مقارنة بمتوسط عائد بعض صناديق الاستثمار خلال الفترة من 2001 حتى 2008 وذلك بهدف الوصول إلى أهم مظاهر المشكلة في ضوء بيانات الجدول والشكل التاليين:

جدول رقم (1)

مقارنة متوسط عائد السوق بمتوسط عوائد صناديق الاستثمار

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
-0,441915542	0,824638308	0,276492103	1,836711402	1,592499889	1,714331788	0,036631352	-0,655538097	متوسط معدل عائد السوق
-0,665034021	0,862210305	0,238460668	1,181,311,011	1,035,180,157	0,895252231	0,26013241	-0,241670942	القاهرة
-0,4277	0,437053							البنك التجاري الدولي
-0,49326	0,879518	0,184373	1,546,848	1,411,232	1,038,614	0,06137	-0,66411	ايجبت فند ج م
6,118,764	0,952015	0,19274	170,568					ايجبت فند دولار
-0,69651	0,625567	0,375344	0,907434	0,937788	0,820187	0,244262	-0,30347	كريدي أجريكول 2
-0,81196	0,750897	0,221128	1,027,192	1,109,048	0,954516	0,258296	-0,26384	البنك المصري الخليجي
-0,73252	0,562302	0,298857	1,085,714	1,054,877	0,776591	0,224557	-0,27832	اسكندرية 1
-356,442	2,579,038	0,859231	2,928,462	1,793,654	0,825577	0,183846	-0,26173	كريدي أجريكول 1
-0,60701	0,520968	0,297839	0,813372	0,917853	0,812523	0,208754	-0,32341	العقاري العربي
-223,096	1,730,577	0,679038	1,712,308	1,365,385	0,771923	0,151923	-0,27385	مصر 1
-0,35112	0,069261	-0,31041	-0,03812	-0,11146	0,046132			مصر 2
-298,577	0,605	-303,904	-0,59596	-124,615	0,510577	2,112,019	0	العربي الإفريقي الدولي - شيلد
-0,13712	0,210663	-0,03794	0,50113	0,123687	0,22874	-0,11618	-0,13189	مصر إيران
-0,16731	0,224615	-0,05692	0,449423	0,091731	0,168846	-0,09288	-0,11038	أهلي 1
-0,32249	0,359372	0,092008	0,788475	0,041168	0,241093	-0,09846	-0,09251	أهلي 2
-0,31365	0,303077	0,045385	0,486346	0,015192	0,114423	-0,04923	-0,04981	العربية الدولية للتأمين
-0,23826	0,56336	0,0233	103,094	0,604118	0,773371	0,30896	-0,21489	المصرفية 1
-0,35981	0,684808	-0,01519	0,835	0,322308	0,310288	0,093462	-0,07038	بنك تنمية الصادرات
-0,50684	0,812973	0,179629	1,323,276	1,044,486	0,624158	0,141946	-0,09172	بنك قناة السويس

المصدر: البيانات المنشورة للبورصة المصرية وتم حساب المتوسط بمعرفة الباحث.



المصدر: من إعداد الباحث

شكل رقم (1) مقارنة متوسط عائد السوق بمتوسط عوائد صناديق الاستثمار

في ضوء بيانات جدول رقم (1) وشكل رقم (1) نستطيع أن نستنتج ما يلي:

- 1- متوسط عائد السوق هو الأعلى، سواء من حيث العائد الإيجابي أو السلبي (الخسائر) من كل الصناديق (31 صندوقًا).
  - 2- انخفاض وارتفاع متوسط عوائد الصندوق مع ارتفاع وانخفاض متوسط عوائد السوق خلال الفترة نفسها.
- مما يوضح ويثبت مدى ترابط التغيير في متوسطات عوائد الصندوق مع التغيير في متوسط عوائد السوق ومن هذه النتيجة نستطيع أن نستنتج أن السياسات الإلزامية الواردة في القانون رقم 95 لسنة 1992 الخاصة بالحد الأقصى 10% من رأس مال الصندوق في الورقة المالية الواحدة و15% من رأسمال الشركة مصدرة الورقة المالية يقيد من حرية توزيع موارد الصناديق على الأوراق المالية المختلفة بما يحد من تلك العوائد.
- هذا بجانب أن الباحث قام بمراجعة المذكرات الإيضاحية لحوالي 20 صندوق استثمار مفتوحًا خلال الفترة من 2001 حتى 2007 اتضح منها التزام الصناديق بالقانون، وبناء عليه يمكن استعراض مظاهر المشكلة كالاتي:
- ضعف مستوى أداء إدارة صناديق الاستثمار.
  - تطبيق السياسات الإلزامية دون قياس أثرها على كل من العائد والمخاطرة على صناديق الاستثمار.
  - إن غالبية استثمارات الصناديق موجهة نحو السوق المحلي.
  - غالبية صناديق الاستثمار تتركز على هدف واحد وهو عائد دوري تراكمي، مما يفقد تلك الصناديق كثيرًا من فرص الاستثمار ذات العوائد المرتفعة.
  - إن بعض إدارات صناديق الاستثمار تدير ما يقرب من ثمانية صناديق استثمار مختلفة بما يقلل من فرص تحقيق عوائد مرتفعة لغرض الاستثمار الواعدة.

#### من هنا نثير التساؤلات التالية:

- أ- إلى أي مدى تؤثر السياسات الإلزامية على عوائد صناديق الاستثمار؟
- ب- ما أثر هذه العلاقة على عوائد ومخاطر صناديق الاستثمار؟

#### أهداف البحث:

تتلخص أهداف البحث في هدفين رئيسيين:

- إتاحة الأدوات اللازمة لزيادة مرونة قرار توزيع موارد الصندوق بطرق ديناميكية.
- وضع إطار مبدئي لقياس أثر إحدى السياسات الإلزامية على مستوى كل من العائد والمخاطرة لصناديق الاستثمار.

#### أهمية البحث:

ترجع أهمية البحث إلى العديد من الأسباب يذكر الباحث منها:

- أ- انخفاض قيمة وثائق الاستثمار لمعظم صناديق الاستثمار العاملة في مصر خلال فترة الدراسة.
- ب- انخفاض معدلات عائد وثائق الاستثمار لجميع الصناديق في مصر.
- ج- الحاجة إلى وجود وسائل بسيطة وسهلة لتقييم مخاطر الصناديق.
- د- الحاجة الماسة لإدارات الصندوق إلى وجود أداة تعظم من مرونة متخذ قرارات توزيع الأموال المتاحة للاستثمار بطريقة سهلة.



### فروض البحث:

- 1- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين متوسط عائد السوق ومتوسط عوائد الصناديق والصناديق.
- 2- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مخاطر السوق ومخاطر صناديق الاستثمار ومخاطر الصناديق.
- 3- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى أداء السوق ومستوى أداء صناديق الاستثمار.
- 4- هناك علاقة بين مدى التزام صناديق الاستثمار بالسياسات الإلزامية ومستوى عوائد محافظها.

### منهج البحث:

اعتمد البحث على المنهجين الاستنباطي والاستقرائي، حيث قام باستخدام متوسط قطاعات سوق الأوراق المالية ليمثل الأوراق المالية المتاحة للاستثمار لتعذر الحصول على البيانات التفصيلية لصناديق الاستثمار فيما يخص توزيع الاستثمار على الأوراق المالية وعائد كل ورقة. هذا بجانب إعداد الإطار النظري للدراسة من خلال مراجعة ما أمكن التوصل إليه من مراجع ودوريات علمية.

أما الأسلوب الاستقرائي فقد استخدم في تحديد ظاهرة المشكلة وعواملها بجانب الدراسة التطبيقية.

### نطاق البحث:

- 1- سيركز الباحث فقط على بيانات قيمة وثائق الاستثمار الأسبوعية ومؤشرات سوق الأوراق المالية case30 خلال الفترة من 2001/1/1 حتى 2008/12/31.
- 2- سيستخدم الباحث كلاً من نسب التغير في القيم، سواء الوثائق أو المؤشر لحساب متوسط العائد للاستثمار في الصندوق.
- 3- سيستخدم نموذجاً لشارب لتقييم الأداء الخاص بصناديق الاستثمار دون الحاجة لباقي نماذج التقييم، نظراً لأن معظم استثمارات الأوراق المالية لصناديق الاستثمار المصرية المفتوحة في الأوراق المالية المحلية.
- 4- سيستخدم إحدى أدوات الطرائق الكمية في الإدارة، وهي نماذج البرمجة الخطية باستخدام الحاسب الآلي باستخدام برنامج إكسل 2007 للأمر الفرعي سولفر (Excel/Tools/Solver) (فتحي رزق السوافيري، 2004).

### تجميع وتحليل البيانات واختبارات الفروض:

- 1- جمع بيانات مؤشرات سوق الأوراق المالية الأسبوعية خلال الفترة من 2001 إلى 2008.
- 2- جمع بيانات قيم وثائق صناديق الاستثمار للفترة الزمنية نفسها.
- 3- حساب متوسط عائد السوق في ضوء بيانات مؤشر السوق وفقاً للمعادلة التالية:

$$= \frac{\text{التغير في قيمة المؤشر أسبوعياً}}{52} \text{ (متوسط العائد للفترة (سنوي))}$$

- 4- حساب متوسط العائد على الاستثمار في وثائق الاستثمار بتطبيق المعادلة السابقة نفسها.

$$= \frac{\text{مج التغير في قيمة المؤشر أسبوعياً}}{52} \text{ (متوسط العائد للفترة (سنوي))}$$

(Douglas Hearth, Janis K. Zaima, 2005)

5- حساب معامل الارتباط بين كل من متوسط عائد السوق وصناديق الاستثمار وصناديق الاستثمار وبعضها البعض، وذلك لإثبات الفرض الأول وهو: "هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين متوسط عائد السوق ومتوسط عوائد الصندوق".

جدول رقم (2)

علاقة الارتباط بين متوسط عائد السوق ومتوسط عوائد صناديق الاستثمار

قوة الارتباط	صناديق الاستثمار
0.9702	القاهرة
0.8043	البنك التجاري الدولي
0.9963	ايجبت فند ج م
0.9647	ايجبت فند دولار
0.9235	كريدى أجريكول 2
0.9774	البنك المصري الخليجي
0.9478	اسكندرية 1
0.9514	كريدى أجريكول 1
-0.0554	العقاري العربي
0.8916	مصر 1
0.9480	مصر 2
0.9731	العربي الإفريقي الدولي - شيلد
0.9942	مصر إيران
0.9801	أهلي 1
0.9284	أهلي 2
0.9773	العربية الدولية للتأمين
0.9889	المصرفية 1
-0.0211	بنك تنمية الصادرات
0.9569	بنك قناة السويس
0.9051	اورينت تراست
0.9914	المصرفية 2
0.2123	بنك التمويل السعودي
0.4200	مصر - العمر
0.0559	البنك الوطنى المصري
0.8108	الأهلي 3
0.2018	البنك التجاري - فيصل
0.9932	بنك مصر 3
0.6551	بنك فيصل
0.2490	مصر الإسلامى

المصدر: الجدول من إعداد الباحث.

من نتائج جدول (2) يتضح أن متوسط عائد السوق له علاقة ارتباط قوية أو قوية جدًا مع متوسط عوائد أغلبية صناديق الاستثمار العاملة بالسوق، وهذا قد يرجع لضيق حجم العرض في السوق وفرص الاستثمار، مما يثبت صحة الفرض الأول.

6- حساب معامل الارتباط بين مخاطر سوق الأوراق المالية وبين صناديق الاستثمار وبين صناديق الاستثمار وبعضها البعض، لإثبات الفرض الثاني وهو: "هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مخاطر سوق الأوراق المالية وبين صناديق الاستثمار".

جدول رقم (3)  
علاقة الارتباط بين مخاطر السوق ومخاطر صناديق الاستثمار

قوة الارتباط	صناديق الاستثمار
0.9235	القاهرة
0.9808	البنك التجاري الدولي
0.9869	ايجبت فند ج م
0.7981	ايجبت فند دولار
0.9201	كردي أجريكول 2
0.9539	البنك المصري الخليجي
0.9684	اسكندرية 1
0.9437	كردي أجريكول 1
0.6392	العقاري العربي
0.8932	مصر 1
0.9790	مصر 2
0.8456	العربي الإفريقي الدولي - شيلد
0.9779	مصر إيران
0.9285	أهلي 1
0.8906	أهلي 2
0.9162	العربية الدولية للتأمين
0.9492	المصرفية 1
0.5584	بنك تنمية الصادرات
0.9676	بنك قناة السويس
0.8126	اورينت تراست
0.9654	المصرفية 2
0.8937	بنك التمويل السعودي
0.4902	مصر - العمر
0.7093	البنك الوطني المصري
0.5871	الاهلي 3
0.9811	البنك التجاري - فيصل
0.9702	بنك مصر 3
0.9059	بنك فيصل
0.9810	مصر الإسلامي

المصدر: الجدول من إعداد الباحث.

يتضح من الجدول السابق رقم (3) أن هناك علاقة ارتباط قوية بين مخاطر سوق الأوراق المالية وبين جميع صناديق الاستثمار المفتوحة خلال فترة الدراسة وبين الصناديق وبعضها مع بعض، مما يثبت صحة الفرض الثاني.  
7- يتم حساب مستوى أداء السوق، وكذا مستوى أداء صناديق الاستثمار، وذلك باستخدام نموذج شارب.

$$د ف = \frac{ع ف - ع خ}{\delta ف}$$

حيث د ف ← قيمة مؤشر المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد. ع ف ← متوسط عائد المحفظة.

ع خ ← معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر.

δ ف ← مخاطر المحفظة (مقاسة من خلال الانحراف المعياري لعوائد المحفظة).

(محمد صالح الحناوي، 2000) لتقييم أداء محافظ الأوراق المالية لفترة الدراسة من 2001 حتى 2008، وذلك لإثبات الفرض الثالث وهو:

هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى أداء السوق ومستوى أداء صناديق الاستثمار.

#### جدول رقم (4)

علاقة الارتباط بين مستوى أداء السوق ومستوى أداء صناديق الاستثمار باستخدام نموذج شارب

قوة الارتباط	صناديق الاستثمار
0.7889	القاهرة
0.9986	البنك التجاري الدولي
0.9892	ايجبت فند ج م
0.7752	ايجبت فند دولار
0.7984	كريدي أجريكول 2
0.7623	البنك المصري الخليجي
0.7930	إسكندرية 1
0.5933	كريدي أجريكول 1
-0.1849	العقاري العربي
0.5202	مصر 1
0.2374	مصر 2
-0.2518	العربي الإفريقي الدولي - شيلد
0.8305	مصر إيران
0.8252	أهلي 1
0.6109	أهلي 2
0.6704	العربية الدولية للتأمين
0.2091	المصرفية 1
0.7583	بنك تنمية الصادرات
0.8234	بنك قناة السويس
0.4917	اورينت تراست
0.8312	المصرفية 2
0.7421	بنك التمويل السعودي
0.9573	مصر - العمر
0.5849	البنك الوطني المصري
0.9936	الأهلي 3
0.9945	البنك التجاري - فيصل
0.9701	بنك مصر 3
0.8741	بنك فيصل
0.0454	مصر الإسلامي

المصدر: الجدول من إعداد الباحث.

في ضوء نتائج الجدول رقم (4) يتضح وجود علاقة ارتباط إيجابية متوسطة إلى قوية جداً بين مستوى أداء السوق وأغلبية صناديق الاستثمار، ماعدا كلاً من صناديق مصر الثاني والمصرفية الأول فإنهما يمثلان علاقة ارتباط إيجابية ضعيفة، بينما تمثل صناديق كل من العربي الإفريقي الدولي والعقاري العربي علاقة ارتباط سلبية ضعيفة. وهذا يوضح تماثل مستوى أداء الصناديق مع مستوى أداء معظم الصناديق. مما يثبت صحة الفرض الثالث.

8- يتم استخدام أسلوب البرمجة الخطية لانتقاء المحفظة باستخدام الحاسب الآلي، وذلك لإثبات الفرض الرابع وهو: هناك علاقة بين مدى التزام صناديق الاستثمار بالسياسات الإلزامية ومستوى عوائد مخاطرها، ولإثبات ذلك الفرض سنقوم أربع خطوات فرعية وفقاً للآتي:

8-1- استخراج مؤشرات القطاعات من التقارير السنوية لسنة 2007 لهيئة الرقابة المالية، ثم حساب متوسط العائد على مستوى كل قطاع وفقاً للجدول رقم (5) التالي ووفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{متوسط العائد لكل قطاع} = \frac{\text{مجم التغير في المؤشر القطاعي عن سنة (4 أرباع سنة)}}{4}$$

#### جدول رقم (5) متوسط عوائد القطاعات

القطاعات	متوسط معدل العائد للقطاعات ل2007
الرعاية الصحية والأدوية س1	0.326
قطاع الاتصالات س2	0.053
موارد أساسية س3	0.055
الكيمويات س4	0.044
قطاع الأغذية والمشروبات س5	0.031
منتجات منزلية وشخصية س6	0.021
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات س7	0.342
عقارات س8	0.226
السياحة والترفيه س9	0.182
التشييد ومواد البناء س10	0.175
البنوك س11	0.130
الخدمات المالية س12	0.106

المصدر: من إعداد الباحث، وقد تم تجميع البيانات من التقرير السنوي للبورصة لسنتي 2007 و2008.

8-2- بفرض أن كل قطاع يمثل ورقة مالية وبتطبيق السياسة الإلزامية أصبح لازماً أن لا يتعدى حجم الاستثمار في كل ورقة مالية 10% من حجم الأموال المتاحة لاستثمار.

ويمرجعة العوائد في الجدول السابق سنفترض أن إدارة الصندوق أقرت السياسات التالية:

أ- بفرض أن حجم الأموال المتاحة للاستثمار 40 مليون جنيه.

ب- الالتزام بالسياسات وفقاً للقوانين الخاصة بالاستثمار بحد أقصى 10% من حجم أموال الصندوق.

ج- الاستثمار في الأوراق المالية التي يزيد عائدها على 20% بـ 50% من حجم الأموال المتاحة للاستثمار على الأكثر.

د- الاستثمار في الأوراق المالية التي يتراوح عائدها بين 10% وأقل من 20% بـ 30% من الأموال المتاحة للاستثمار على الأكثر.

هـ- الاستثمار في الأوراق المالية التي يقل عائدها عن 10% بـ 20% من أموال الصندوق على الأكثر.

دالة الهدف تعظيم ربحية محفظة تتكون من أوراق مالية تمثل قطاعات البورصة ص = 0.326 س1 + 0.053 س2 + 0.055 س3 + 0.044 س4 + 0.031 س5 + 0.021 س6 + 0.342 س7 + 0.226 س8 + 0.182 س9 + 0.175 س10 + 0.130 س11 + 0.106 س12

في ظل القيود التالية:

$$\begin{aligned}
 & - \text{س} 1 + \text{س} 2 + \text{س} 3 + \text{س} 4 + \text{س} 5 + \text{س} 6 + \text{س} 7 + \text{س} 8 + \text{س} 9 + \text{س} 10 + \text{س} 11 + \text{س} 12 \Rightarrow 40000000 \\
 & - \text{س} 1، \text{س} 2، \text{س} 3، \text{س} 4، \text{س} 5، \text{س} 6، \text{س} 7، \text{س} 8، \text{س} 9، \text{س} 10، \text{س} 11، \text{س} 12 \Rightarrow 40000000 \\
 & - \text{س} 1 + \text{س} 7 + \text{س} 8 \Rightarrow 20000000 \quad - \text{س} 9 + \text{س} 10 + \text{س} 11 + \text{س} 12 \Rightarrow 12000000 \\
 & - \text{س} 2 + \text{س} 3 + \text{س} 4 + \text{س} 5 + \text{س} 6 \Rightarrow 8000000 \\
 & - \text{س} 1، \text{س} 2، \text{س} 3، \text{س} 4، \text{س} 5، \text{س} 6، \text{س} 7، \text{س} 8، \text{س} 9، \text{س} 10، \text{س} 11، \text{س} 12 \Rightarrow 0
 \end{aligned}$$

ثم إدخال تلك السياسات على الحاسب وفقاً للجدول رقم (6) كما يلي:

نحصل على عائد قدره = 5680837 وفقاً لما هو موضح بخلية العائد بالجدول نفسه رقم (6).

$$\text{ويمثل معدل} = \frac{5680837}{40000000} = 14\% \text{ تقريباً}$$

ويمكن الرجوع للنتائج التفصيلية بالملحق رقم (1).

3-8 - بغرض أنه تم تغيير السياسات اللازمة إلى 20% كحد أقصى للاستثمار في الورقة الواحدة ثم تطبيق الخطوات نفسها (2/8) لتصبح دالة الهدف والقيود وفقاً لما يلي:

$$\begin{aligned}
 & \text{دالة الهدف تعظيم ربحية محفظة تتكون من أوراق مالية تمثل قطاعات البورصة ص} = 0.326 \text{ س} 1 + 0.053 \\
 & \text{س} 2 + 0.055 \text{ س} 3 + 0.044 \text{ س} 4 + 0.031 \text{ س} 5 + 0.021 \text{ س} 6 + 0.342 \text{ س} 7 + 0.226 \text{ س} 8 + 0.182 \text{ س} 9 + \\
 & 0.175 \text{ س} 10 + 0.130 \text{ س} 11 + 0.106 \text{ س} 12
 \end{aligned}$$

في ظل القيود التالية:

$$\begin{aligned}
 & - \text{س} 1 + \text{س} 2 + \text{س} 3 + \text{س} 4 + \text{س} 5 + \text{س} 6 + \text{س} 7 + \text{س} 8 + \text{س} 9 + \text{س} 10 + \text{س} 11 + \text{س} 12 \Rightarrow 80000000 \\
 & - \text{س} 1، \text{س} 2، \text{س} 3، \text{س} 4، \text{س} 5، \text{س} 6، \text{س} 7، \text{س} 8، \text{س} 9، \text{س} 10، \text{س} 11، \text{س} 12 \Rightarrow 40000000 \\
 & - \text{س} 1 + \text{س} 7 + \text{س} 8 \Rightarrow 20000000 \quad - \text{س} 9 + \text{س} 10 + \text{س} 11 + \text{س} 12 \Rightarrow 12000000 \\
 & - \text{س} 2 + \text{س} 3 + \text{س} 4 + \text{س} 5 + \text{س} 6 \Rightarrow 8000000 \\
 & - \text{س} 1، \text{س} 2، \text{س} 3، \text{س} 4، \text{س} 5، \text{س} 6، \text{س} 7، \text{س} 8، \text{س} 9، \text{س} 10، \text{س} 11، \text{س} 12 \Rightarrow 0
 \end{aligned}$$

ثم ندخل هذه البيانات على الحاسب الآلي وفقاً لما هو موضح في الجدول رقم (7) التالي:

نحصل على عائد قدره = 8042522 جنيه لما موضح بخلية العائد بالجدول نفسه رقم (7).

$$\text{ويمثل معدل} = \frac{8066274}{40000000} = 20.2\% \text{ تقريباً.}$$

ويمكن الرجوع للنتائج التفصيلية بالملحق رقم (2).

وبالتالي يتضح أن السياسات الإلزامية قد أثرت سلباً على مستوى عوائد الصندوق الافتراضية مما يثبت صحة الفرض الرابع.

جدول رقم (6)

نتائج تطبيق جدول السمبلكس باستخدام الحاسب الآلي وفقاً للسياسات الإلزامية

الخدمات المالية س12	البنوك س11	التشييد ومواد البناء س10	السياحة والترفيه س9	عقارات س8	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات س7	منتجات منزلية وشخصية س6	قطاع الأغذية والمشروبات س5	الكيمويات س4	موارد أساسية س3	قطاع الاتصالات س2	الرعاية الصحية والأدوية س1	Totals	Sign	Value
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	32000000	<=	40000000
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4000000	<=	4000000
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1600000	<=	4000000
0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1600000	<=	4000000
0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1600000	<=	4000000
0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1600000	<=	4000000
0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1600000	<=	4000000
0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	4000000	<=	4000000
0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	4000000	<=	4000000
0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	3000000	<=	4000000
0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3000000	<=	4000000
0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3000000	<=	4000000
1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3000000	<=	4000000
0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	1	12000000	<=	20000000
1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	12000000	<=	12000000
0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	0	8000000	<=	8000000
0.106	0.130	0.175	0.182	0.226	0.342	0.021	0.031	0.044	0.055	0.053	0.326	5680837	العائد=	
3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	4,000,000	4,000,000	1,600,000	1,600,000	1,600,000	1,600,000	1,600,000	4,000,000			

المصدر: تم التطبيق عن طريق Problem Solver في برنامج الإكسل.

جدول رقم (7)

نتائج تطبيق جدول السمبلكس باستخدام الحاسب الآلي وفقاً لسياسة تعظيم العائد

الخدمات المالية س12	البنوك س11	التشييد ومواد البناء س10	السياحة والترفيه س9	عقارات س8	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات س7	منتجات منزلية وشخصية س6	قطاع الأغذية والمشروبات س5	الكيمويات س4	موارد أساسية س3	قطاع الاتصالات س2	الرعاية الصحية والأدوية س1	Totals	Sign	Value
1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	40000000	<=	40000000
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	6666667	<=	8000000
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1600000	<=	8000000
0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1600000	<=	8000000
0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1600000	<=	8000000
0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1600000	<=	8000000

تابع جدول رقم (7) - نتائج تطبيق جدول السمبلكس باستخدام الحاسب الآلي وفقاً لسياسة تعظيم العائد:

الخدمات المالية س12	البوك س11	التشييد ومواد البناء س10	السياحة والترفيه س9	عقارات س8	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات س7	منتجات منزلية وشخصية س6	قطاع الأغذية والمشروبات س5	الكيمياء س4	موارد أساسية س3	قطاع الاتصالات س2	الرعاية الصحية والأدوية س1	Totals	Sign	Value
0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1600000	<=	8000000
0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	6666667	<=	8000000
0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	6666667	<=	8000000
0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	3000000	<=	8000000
0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3000000	<=	8000000
0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3000000	<=	8000000
1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3000000	<=	8000000
0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	1	20000000	<=	20000000
1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	12000000	<=	12000000
0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	0	8000000	<=	8000000
0.106	0.130	0.175	0.182	0.226	0.342	0.021	0.031	0.044	0.055	0.053	0.326	8066274	=	العائد
3,000,000	3,000,000	3,000,000	3,000,000	6,666,667	6,666,667	1,600,000	1,600,000	1,600,000	1,600,000	1,600,000	6,666,667			

المصدر: تم التطبيق عن طريق Problem Solver في برنامج الإكسل.

### النتائج والتوصيات:

#### أولاً- النتائج:

يمكن تخيص نتائج البحث في التالي:

1- هناك علاقة ارتباط قوية بين متوسط عائد صناديق الاستثمار ومعظم متوسط عوائد صناديق الاستثمار وبعضها ببعض، وهذا يدل على شيئين:

أ- ضيق حجم المعروض من فرص الاستثمار في الأوراق المالية.

ب- غالبية الصناديق توجه معظم استثماراتها للسوق المحلي.

2- هناك علاقة ارتباط قوية بين مخاطر السوق ومخاطر صناديق الاستثمار ومعظم مخاطر صناديق الاستثمار، وبعضها ببعض، وهذا يدل على ثلاثة أشياء:

أ- في مجموعة صناديق الاستثمار التي تدار عن طريق جهة الإدارة نفسها في معظم الأحوال تكون هناك علاقة ارتباط قوية جداً بينها.

ب- المخاطر المنتظمة على مستوى السوق متماثلة بين معظم صناديق الاستثمار، وبالتالي يمكن أن يكتفى بقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار بمقياس شارب.



ج- السياسات الإلزامية لصناديق الاستثمار أدت إلى تماثل مخاطر تلك الصناديق مع مستوى مخاطر السوق لمعظم الصناديق.

3- هناك علاقة ارتباط إيجابية قوية بين مستوى أداء سوق الأوراق المالية وأداء صناديق الاستثمار، وهذا يعد أحد مؤشرات أثر السياسات الإلزامية على عوائد السوق.

4- السياسات الإلزامية تؤثر سلبًا على مستوى عوائد الصناديق المتوقعة.

#### ثانيًا- توصيات البحث:

1- تطوير نظم المعلومات الداخلية لصناديق الاستثمار بغرض خدمة متخذ قرار توزيع الأموال المتاحة للاستثمار على الأوراق المالية المختلفة موفرًا ما يلي:

أ- معلومات عن أثر المتغيرات الاقتصادية المتوقعة على القيم السوقية للأوراق المالية.

ب- قياس أثر الأسواق الأخرى على السوق المصري نظرًا لارتباط متوسط عوائد الصناديق بها.

ج- إتاحة معلومات عن أثر سيناريو السياسات المختلفة المقترحة للصندوق على مستويات العائد والمخاطرة للصندوق، ويستلزم ذلك بالطبع بناء قواعد بيانات وقواعد النمذجة التي تخدم تلك المقاييس.

2- الارتفاع بالمستوى الفني للعاملين على صناديق الاستثمار بالتوجيه نحو الحصول على الشهادات المهنية التي تساعد بشكل فاعل على فهم الطرق العلمية المقترحة من قبل الباحثين وبما يعود بالإيجاب على مستويات العائد والمخاطر لتلك الصناديق.

3- وضع إطار قانوني لنشر البيانات للباحثين من الجامعات والمعاهد البحثية في إطار تعاقد يحفظ حقوق الأطراف المختلفة، وبما يساعد على إيجاد آلية لحل المشكلات التي تواجه صناديق الاستثمار باستخدام أساليب البحث العلمي وبما يعظم منافع جميع الأطراف.

4- توسيع قاعدة سوق الاستثمار لصناديق الاستثمار المفتوحة عن طريق السماح للصناديق بدخول مجالات استثمارية غير الاستثمار في الأوراق المالية لجذب مزيد من المدخرات وتعويض انخفاض العائد في فترات الهبوط.

5- تطوير التشريعات الخاصة بإدارة صناديق الاستثمار، خاصة فيما يتعلق بعدد الصناديق التي يقوم بإدارتها مدير واحد للاستثمار، وكذا الاستثمار في أسواق رأس المال الأجنبية. ومن الأبحاث المستقبلية المقترحة:

أ- قياس أثر دخول وخروج المستثمرين الأجانب على مستويات العائد والمخاطرة لصناديق الاستثمار.

ب- نموذج مقترح لنظام معلومات متكامل لدعم متخذ قرارات الاستثمار للصناديق تحت مختلف الظروف الاقتصادية والسياسات الاجتماعية.

ج- نموذج مقترح للتنبؤ بأثر المتغيرات الخارجية والداخلية على مستويات العائد والمخاطر لصناديق الاستثمار.

د- أثر الاستثمار في البورصات العالمية على مستويات العائد والمخاطر لصناديق الاستثمار.

هـ- دراسة مقارنة لمستوى أداء صناديق الاستثمار بين السوق المصري والعربي والعالمي.

## المراجع

### أولاً- مراجع باللغة العربية:

- غنيم، حسين عطا. (1999). *بحوث العمليات*. كلية التجارة، جامعة القاهرة.
- السوافيري، فتحي رزق. (2004). *بحوث العمليات تطبيقات باستخدام الحاسب*. الإسكندرية: الدار الجامعية.
- الحناوي، محمد صالح. (2000). *تحليل وتقييم الأسهم والسندات*. الإسكندرية: الدار الجامعية.
- شعراوي، أحمد عبد الحليم. (2005). *تقييم أداء المؤسسات المالية غير المصرفية: دراسة تطبيقية على مشكلات قياس تقييم كفاءة أداء صناديق الاستثمار*. رسالة عضوية، القاهرة: أكاديمية السادات للعلوم الإدارية.
- إسماعيل، السيدة عبد الفتاح عبد السلام. (2005). "محددات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية"، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل* - كلية التجارة - جامعة طنطا، مجلد 2، عدد 2.
- العبد، جلال إبراهيم. (2004). "محددات أداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية"، *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية*.
- فارس، حسن إسماعيل. (2002). *نموذج لتقييم الأداء الاستثماري بالتطبيق على البورصة المصرية*. رسالة زمالة، القاهرة: أكاديمية السادات للعلوم الإدارية.
- محمد، حسن حسن. (2006). "معاملات بورصة الأوراق المالية لانعكاس أداء الاقتصاد المصري حقائق وتساؤلات في ضوء مؤشرات أداء شركات الأسمت"، *مجلة البحوث الإدارية*، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، العدد 4، أكتوبر.
- وهيب، رائد عبد الرحمن. (2005). "أثر التنوع على الأداء المالي لصناديق الاستثمار المصرية"، *رسالة ماجستير*، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
- الطيبي، سيد. (1997). "تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر: دراسة نظرية وتطبيقية" *ندوة صناديق الاستثمار*، جامعة الأزهر.
- منسي، عبد العاطي لاشين محمد. (2001). "بناء محفظة أسهم مثلى لصناديق الاستثمار المصرية"، *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مجلد 23، عدد 2.
- محمد، عمر عبد الفتاح. (2000). "تأثير تعاملات المستثمر المؤسسي على مدى كفاءة سوق الأوراق المالية"، *رسالة ماجستير*، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
- مصطفى، محمد عيد. (2000). "محددات أداء صناديق الاستثمار المصرية ذات النهاية المفتوحة: دراسة تطبيقية"، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، عدد 2.
- سعد، ممدوح عبد العليم. (2004). "نموذج إحصائي لتقييم كفاءة الأداء في سوق الأوراق المالية"، *مجلة الدراسات والبحوث التجارية*، كلية التجارة، بنها، مصر.

- المليجي، هشام حسن عواد. (2002). "القياس المحاسبي للقيمة المعرفية للخطر في صناديق الاستثمار المصرية"، *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية*، جامعة حلوان، العددان 3 و 4.
- القانون رقم 95 لسنة 1992 لهيئة سوق المال.
- التقارير السنوية لبورصة الأوراق المالية - جمهورية مصر العربية.
- الحسابات الختامية والإيضاحات المتممة لها من سنة 2001 حتى 2007.
- مجموعة من مواقع الإنترنت خاصة بالبورصة المصرية وهيئة سوق المال والبنك المركزي المصري.

#### ثانيًا - مراجع باللغة الأجنبية:

- Hearth, Douglas and Janis K. Zaima. (2005). *Contemporary Investments Security and Portfolio Analysis*, Pryden Pren.
- Dubofsky, David A. (2009). "Mutual Fund Portfolio Trading and Investor Flow", *Journal of Banking & Finance*, 34, 802-812.
- Oh, Natalie Y. and Jerry T. Parwada. (2007). "Relations between Mutual Fund Flows and Stock Market Returns in Korea", *International Financial Markets and Money*, 17, 140-151.
- Yuan, Rongli; Jason Zezhong Xiao and Hong Zou .(2008). "Mutual Funds' Ownership and Firm Performance: Evidence from China", *Journal of Banking & Finance*, 32, 1552-1565.

الملحق رقم (1)

Microsoft Excel 12.0

Worksheet: [1.xlsx] العلاقة بين السياسات الإلزامية وعوائد صناديق الاستثمار

Report Created: 10/01/2013 10:15:42 م

Cell	Target Name	Value	Lower Limit	Target Result	Upper Limit	Target Result
\$Q\$8	Totals	32000000				
Cell	Adjustable Name	Value	Lower Limit	Target Result	Upper Limit	Target Result
\$E\$25	الخدمات المالية س12	3,000,000.00	#N/A	#N/A	3,000,000.00	32,000,000.00
\$F\$25	البنوك س11	3,000,000.00	#N/A	#N/A	3,000,000.00	32,000,000.00
\$G\$25	التشييد ومواد البناء س10	3,000,000.00	#N/A	#N/A	3,000,000.00	32,000,000.00
\$H\$25	السياحة والترفيه س9	3,000,000.00	#N/A	#N/A	3,000,000.00	32,000,000.00
\$I\$25	عقارات س8	4,000,000.00	#N/A	#N/A	4,000,000.00	32,000,000.00
\$J\$25	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات س7	4,000,000.00	#N/A	#N/A	4,000,000.00	32,000,000.00
\$K\$25	منتجات منزلية وشخصية س6	1,600,000.00	#N/A	#N/A	1,600,000.00	32,000,000.00
\$L\$25	قطاع الأغذية والمشروبات س5	1,600,000.00	#N/A	#N/A	1,600,000.00	32,000,000.00
\$M\$25	الكيمويات س4	1,600,000.00	#N/A	#N/A	1,600,000.00	32,000,000.00
\$N\$25	موارد أساسية س3	1,600,000.00	#N/A	#N/A	1,600,000.00	32,000,000.00
\$O\$25	قطاع الاتصالات س2	1,600,000.00	#N/A	#N/A	1,600,000.00	32,000,000.00
\$P\$25	الرعاية الصحية والأدوية س1	4,000,000.00	#N/A	#N/A	4,000,000.00	32,000,000.00

Cell	Name	Original Value	Final Value
\$Q\$35	Totals	0	40000000

Cell	Name	Original Value	Final Value
\$E\$52	الخدمات المالية س12	0	3,000,000
\$F\$52	البنوك س11	0	3,000,000
\$G\$52	التشييد ومواد البناء س10	0	3,000,000
\$H\$52	السياحة والترفيه س9	0	3,000,000
\$I\$52	عقارات س8	0	6,666,667
\$J\$52	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات س7	0	6,666,667
\$K\$52	منتجات منزلية وشخصية س6	0	1,600,000
\$L\$52	قطاع الأغذية والمشروبات س5	0	1,600,000
\$M\$52	الكيمويات س4	0	1,600,000
\$N\$52	موارد أساسية س3	0	1,600,000
\$O\$52	قطاع الاتصالات س2	0	1,600,000
\$P\$52	الرعاية الصحية والأدوية س1	0	6,666,667

Cell	Name	Cell Value	Formula	Status	Slack
\$Q\$35	Totals	40000000	\$Q\$35<=\$S\$35	Binding	0
\$Q\$36	Totals	6666666.667	\$Q\$36<=\$S\$36	Not Binding	1333333.333
\$Q\$37	Totals	1600000	\$Q\$37<=\$S\$37	Not Binding	6400000
\$Q\$38	Totals	1600000	\$Q\$38<=\$S\$38	Not Binding	6400000
\$Q\$39	Totals	1600000	\$Q\$39<=\$S\$39	Not Binding	6400000
\$Q\$40	Totals	1600000	\$Q\$40<=\$S\$40	Not Binding	6400000
\$Q\$41	Totals	1600000	\$Q\$41<=\$S\$41	Not Binding	6400000
\$Q\$42	Totals	6666666.667	\$Q\$42<=\$S\$42	Not Binding	1333333.333

المجلة العربية للإدارة، مج 34، ع1- يونيو (حزيران) 2014

\$Q\$43 Totals	6666666.667	\$Q\$43<=\$S\$43	Not Binding	1333333.333
\$Q\$44 Totals	3000000	\$Q\$44<=\$S\$44	Not Binding	5000000
\$Q\$45 Totals	3000000	\$Q\$45<=\$S\$45	Not Binding	5000000
\$Q\$46 Totals	3000000	\$Q\$46<=\$S\$46	Not Binding	5000000
\$Q\$47 Totals	3000000	\$Q\$47<=\$S\$47	Not Binding	5000000
\$Q\$48 Totals	20000000	\$Q\$48<=\$S\$48	Binding	0
\$Q\$49 Totals	12000000	\$Q\$49<=\$S\$49	Binding	0
\$Q\$50 Totals	8000000	\$Q\$50<=\$S\$50	Binding	0

Adjustable Cells

Cell	Name	Final Value	Reduced Gradient
\$E\$52	الخدمات المالية س12	3,000,000	0
\$F\$52	البنوك س11	3,000,000	0
\$G\$52	التشييد ومواد البناء س10	3,000,000	0
\$H\$52	السياحة والترفيه س9	3,000,000	0
\$I\$52	عقارات س8	6,666,667	0
\$J\$52	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات س7	6,666,667	0
\$K\$52	منتجات منزلية وشخصية س6	1,600,000	0
\$L\$52	قطاع الأغذية والمشروبات س5	1,600,000	0
\$M\$52	الكيمويات س4	1,600,000	0
\$N\$52	موارد أساسية س3	1,600,000	0
\$O\$52	قطاع الاتصالات س2	1,600,000	0
\$P\$52	الرعاية الصحية والأدوية س1	6,666,667	0

Constraints

Cell	Name	Final Value	Lagrange Multiplier
\$Q\$35 Totals		40000000	0
\$Q\$36 Totals		6666666.667	0
\$Q\$37 Totals		1600000	0
\$Q\$38 Totals		1600000	0
\$Q\$39 Totals		1600000	0
\$Q\$40 Totals		1600000	0
\$Q\$41 Totals		1600000	0
\$Q\$42 Totals		6666666.667	0
\$Q\$43 Totals		6666666.667	0
\$Q\$44 Totals		3000000	0
\$Q\$45 Totals		3000000	0
\$Q\$46 Totals		3000000	0
\$Q\$47 Totals		3000000	0
\$Q\$48 Totals		20000000	1
\$Q\$49 Totals		12000000	1
\$Q\$50 Totals		8000000	1

## الملحق رقم (2)

Microsoft Excel 12.0

Worksheet: [العلاقة بين السياسات الإلزامية وعوائد صناديق الاستثمار1.xls]Sheet6

Report Created: 10/01/2013 10:39:48 م

Adjustable Cells

Cell	Name	Final Value	Reduced Gradient
\$E\$52	الخدمات المالية س12	3,000,000	0
\$F\$52	البنوك س11	3,000,000	0
\$G\$52	التشييد ومواد البناء س10	3,000,000	0
\$H\$52	السياحة والترفيه س9	3,000,000	0
\$I\$52	عقارات س8	6,666,667	0
\$J\$52	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات س7	6,666,667	0
\$K\$52	منتجات منزلية وشخصية س6	1,600,000	0
\$L\$52	قطاع الأغذية والمشروبات س5	1,600,000	0
\$M\$52	الكيمائيات س4	1,600,000	0
\$N\$52	موارد أساسية س3	1,600,000	0
\$O\$52	قطاع الاتصالات س2	1,600,000	0
\$P\$52	الرعاية الصحية والأدوية س1	6,666,667	0

Constraints

Cell	Name	Final Value	Lagrange Multiplier
\$Q\$35	Totals	40000000	0
\$Q\$36	Totals	6666666.667	0
\$Q\$37	Totals	1600000	0
\$Q\$38	Totals	1600000	0
\$Q\$39	Totals	1600000	0
\$Q\$40	Totals	1600000	0
\$Q\$41	Totals	1600000	0
\$Q\$42	Totals	6666666.667	0
\$Q\$43	Totals	6666666.667	0
\$Q\$44	Totals	3000000	0
\$Q\$45	Totals	3000000	0
\$Q\$46	Totals	3000000	0
\$Q\$47	Totals	3000000	0
\$Q\$48	Totals	20000000	1
\$Q\$49	Totals	12000000	1
\$Q\$50	Totals	8000000	1

Adjustable Cells

Cell	Name	Final Value	Reduced Gradient
\$E\$52	الخدمات المالية س12	3,000,000	0
\$F\$52	البنوك س11	3,000,000	0
\$G\$52	التشييد ومواد البناء س10	3,000,000	0
\$H\$52	السياحة والترفيه س9	3,000,000	0

المجلة العربية للإدارة، مج 34، ع1- يونيو (حزيران) 2014

\$I\$52	عقارات س8	6,666,667	0
\$J\$52	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات س7	6,666,667	0
\$K\$52	منتجات منزلية وشخصية س6	1,600,000	0
\$L\$52	قطاع الأغذية والمشروبات س5	1,600,000	0
\$M\$52	الكيمويات س4	1,600,000	0
\$N\$52	موارد أساسية س3	1,600,000	0
\$O\$52	قطاع الاتصالات س2	1,600,000	0
\$P\$52	الرعاية الصحية والأدوية س1	6,666,667	0

Constraints

Cell	Name	Final Value	Lagrange Multiplier
\$Q\$35	Totals	40000000	0
\$Q\$36	Totals	6666666.667	0
\$Q\$37	Totals	1600000	0
\$Q\$38	Totals	1600000	0
\$Q\$39	Totals	1600000	0
\$Q\$40	Totals	1600000	0
\$Q\$41	Totals	1600000	0
\$Q\$42	Totals	6666666.667	0
\$Q\$43	Totals	6666666.667	0
\$Q\$44	Totals	3000000	0
\$Q\$45	Totals	3000000	0
\$Q\$46	Totals	3000000	0
\$Q\$47	Totals	3000000	0
\$Q\$48	Totals	20000000	1
\$Q\$49	Totals	12000000	1
\$Q\$50	Totals	8000000	1

Cell	Target Name	Value
\$Q\$35	Totals	40000000

Cell	Adjustable Name	Value	Lower Limit	Target Result	Upper Limit	Target Result
\$E\$52	الخدمات المالية س12	3,000,000	#N/A	#N/A	3,000,000	40,000,000
\$F\$52	البنوك س11	3,000,000	#N/A	#N/A	3,000,000	40,000,000
\$G\$52	التشييد ومواد البناء س10	3,000,000	#N/A	#N/A	3,000,000	40,000,000
\$H\$52	السياحة والترفيه س9	3,000,000	#N/A	#N/A	3,000,000	40,000,000
\$I\$52	عقارات س8	6,666,667	#N/A	#N/A	-8,999,869,345	-8,966,536,012
\$J\$52	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات س7	6,666,667	#N/A	#N/A	-8,999,869,345	-8,966,536,012
\$K\$52	منتجات منزلية وشخصية س6	1,600,000	#N/A	#N/A	1,600,000	40,000,000
\$L\$52	قطاع الأغذية والمشروبات س5	1,600,000	#N/A	#N/A	1,600,000	40,000,000
\$M\$52	الكيمويات س4	1,600,000	#N/A	#N/A	1,600,000	40,000,000
\$N\$52	موارد أساسية س3	1,600,000	#N/A	#N/A	1,600,000	40,000,000
\$O\$52	قطاع الاتصالات س2	1,600,000	#N/A	#N/A	1,600,000	40,000,000
\$P\$52	الرعاية الصحية والأدوية س1	6,666,667	#N/A	#N/A	-18,007,068,767	-17,973,735,434

## **The Relation between Obligatory Policies And Mutual Funds Returns in Egypt**

**Aly Saad Mohamed Dawood**  
Business Administration Department  
Faculty of Management  
Sadat Academy for Management Sciences  
Arab Republic of Egypt.

### **ABSTRACT**

This research paper aims to examine the impact of obligatory policies on mutual funds returns.

The research depends on data of Egyptian stock indicator case 30 and 29 open-ended mutual fund net asset value for the period 2001-2008.

The methodology utilizes change percentage, arithmetic mean to calculate the returns of both stock exchange market and mutual funds. Then, standard deviation to measure risk for both market and mutual fund. Furthermore, simple correlation to test the relation between the return, performance and risk of mutual funds and the stock exchange market. Followed by, using Simplex method to test the impact of obligatory policies as constrain on mutual fund expected returns.

It was found that there is a strong positive relation for returns, risks and performance between stock exchange market and mutual funds which indicate that the majority of mutual funds in Egypt apply the same policies in managing their portfolio, especially it was recognized that mutual funds managers manage more than one mutual fund up to eight. Also, it was found that the obligatory policies have a negative effect on mutual fund returns. It is recommended that Egyptian Financial Control Authority have to increase flexibility in managing mutual funds investments and take an action toward minimizing speculating behavior by apply taxation policies on capital gain in parallel. Besides this, reorganize the permission of managing more than one mutual fund by one manager.