

## العلاقة بين حجم صناديق الاستثمار وعوائدها نموذج التجربة المصرية

الدكتور ياسر بوحسون\*

شادي زهرة\*\*

(تاريخ الإيداع 2 / 8 / 2009. قُبل للنشر في 11 / 11 / 2009)

### □ ملخص □

يتناول هذا البحث بالدراسة والتحليل العلاقة بين حجم صناديق الاستثمار وعوائدها السنوية ، حيث يدرس البحث التجربة المصرية كمثال للعلاقة السابقة. بداية يتناول الباحث مفهوم الاستثمار وكيفية حساب عوائده، والتي يستفيد منها في حساب معدل العائد السنوي لصندوق الاستثمار، ثم يأخذ الباحث عينة مختارة من صناديق الاستثمار العاملة في مصر، بهدف تحليل العلاقة بين العائد السنوي لهذه الصناديق وأحجامها. في النهاية يتناول الباحث قانون سوق الأوراق المالية في سوريا، بهدف تقييم بعض المواد الخاصة بصناديق الاستثمار، أخيراً يخلص البحث إلى مجموعة من النتائج والاقتراحات.

الكلمات المفتاحية: صندوق الاستثمار - العائد السنوي - حجم الصندوق.

\* أستاذ مساعد . قسم المصارف والتأمين . كلية الاقتصاد . جامعة دمشق . دمشق . سورية.

\*\* طالب دراسات عليا (دكتوراه) . قسم الاقتصاد والتخطيط . كلية الاقتصاد . جامعة دمشق . دمشق . سورية.

## **The Relation Between Investment Funds' Size and Their Returns. The Pattern of The Egyptian Experiment**

**Dr. Yasser Bouhassoun \***

**Shadi Zahrah \*\***

**(Received 2 / 8 / 2009. Accepted 11 / 11 /2009)**

### **□ ABSTRACT □**

The research studies and analyzes the relation between investment funds' size and their annual returns, this research studies the Egyptian experiment, as an example of the past relation.

First, the researcher studies the concept of investment, and how we can calculate its returns, which we use when we calculate the annual returns of investment funds, and then the researcher chooses a selected pattern of Egyptian investment funds trying to analyze the relation between annual returns of these funds and their size.

At the end, the researcher studies and analyzes the law of securities market in Syria to evaluate some investment funds' units, and finally, this research ends to some results and suggestions.

**Keywords:** Investment Fund, Annual Return, Fund's Size.

---

\*Assistant Professor, Department of Banking and Insurance, Faculty of Economics, Damascus University, Damascus, Syria.

\*\* Postgraduate Student, Department of Economy and Planning, Faculty of Economics, Damascus University, Damascus, Syria.

## مقدمة:

من أهم مبررات وجود صناديق الاستثمار، ميزة التنوع التي تؤمنها للمستثمر الصغير غير القادر على تشكيل محفظة أوراقه المالية الخاصة، إما بسبب عدم كفاية موارده المالية، أو نتيجة ضعف الخبرة لديه، أو بسبب عدم توفر الوقت الكافي لمتابعة الأسواق، وحركة المؤشرات. أمام ذلك يبرز دور صندوق الاستثمار في حماية المستثمر من المخاطر التي تنجم عن عدم قدرته على تنوع محفظة أوراقه المالية الخاصة. فصندوق الاستثمار بما يملكه من إدارة محترفة، ورأس مال كافٍ، يستطيع شراء مجموعة من الأوراق المالية تؤمن له العائد المطلوب، وبالحد الأدنى من المخاطر. ولكن يُثار التساؤل هنا عن الحجم الأمثل من المال الذي يحتاجه الصندوق لبناء محفظة أوراقه المالية، التي تحقق له أعلى عائد ممكن.

## مشكلة البحث:

إن المشكلة الأساسية التي يتناولها البحث: إن حجم الأموال، من أهم العوامل التي تمنع المستثمر الفرد من تشكيل محفظة أوراقه المالية وتنويع استثماراته.

## أهمية البحث وأهدافه:

تأتي أهمية البحث بالدرجة الأولى من كونه يدرس تجربة بلد عربي (مصر) مشابه في عاداته الاجتماعية وتوجهاته الاقتصادية لبلدنا، مما يعطينا الفرصة للاستفادة من هذه التجربة عند إقامة صناديق الاستثمار في سوريا، ولاسيما بعد صدور قانون سوق الأوراق المالية، ومباشرة بورصة دمشق لنشاطها.

وبناءً على ذلك فإن البحث يهدف لما يلي:

- التعريف بمفهوم الاستثمار وكيفية حساب عوائده.
- دراسة العلاقة بين العائد السنوي لصناديق الاستثمار العاملة في مصر وأحجامها.
- تقييم المواد القانونية المتعلقة بصناديق الاستثمار في قانون سوق الأوراق المالية

## فرضيات البحث:

يقوم البحث على الفرضية التالية:

إن كبر حجم الصندوق ليس ضرورياً ليحقق عائداً كبيراً

## منهجية البحث:

سيعتمد البحث على المنهج النظري في دراسة مفهوم الاستثمار، ثم سنعتمد على المنهج الإحصائي والمنهج الوصفي التحليلي عند دراستنا للعلاقة بين أحجام الصناديق وعوائدها السنوية.

## مفهوم الاستثمار:

يُعرف الاستثمار بمعناه الواسع بأنه عبارة عن الإضافة إلى الطاقة الإنتاجية، أو إلى رأس المال [1]؛ ويُعرف كذلك بأنه إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة، ثم توجيه هذه الأموال إلى الاستهلاك [2]، ويُعرف الاستثمار المالي بأنه عملية توظيف أموال في أصول مالية تنتج منها عوائد مستقبلية دورية أو غير دورية [3]، ويهدف الفرد من وراء الاستثمار إلى تعظيم ثروته والمحافظة عليها، وهذا يتطلب من الفرد المستثمر أن يقوم أو يرغب في توجيه أمواله باستثمارها في أراضٍ ومبانٍ وآلات، وهي استثمارات مادية طويلة الأجل يُطلق عليها استثمارات إنتاجية، أو اقتصادية تتعلق بشراء أصول الإنتاج بهدف زيادة الثروات إلى حدها الأعلى، وقد يرغب في توجيه استثماراته إلى الأوراق المالية كالأسهم والسندات وهي استثمارات قصيرة الأجل يطلق عليها الاستثمارات المالية، حيث ترتبط بشراء أحد الأصول المالية التي تنتج عوائد معينة في فترة زمنية معينة بأقل المخاطر الممكنة، فهدف زيادة الثروات هدف مشترك بالنسبة للاستثمار سواء المالي، أم الاقتصادي على حد سواء - حيث إن دافع الربح هو الذي يشجع المستثمرين على القيام بتلك الأنشطة، والحصول على الربح، يوازيه إمكانية تحمل الخسائر.

ويتعين التمييز بين اصطلاح الاستثمار، واصطلاح المضاربة، حيث ينحصر الفرق بين الاستثمار Investment والمضاربة Speculation بصورة أساسية في العوائد المتوقعة والمخاطر المحتملة، ومدة الاستثمار فعادةً ما تكون المضاربة لوقت أقصر (أسابيع أو أشهر مثلاً)، بينما تمتد فترة الاستثمار إلى سنوات. تأسيساً على ذلك فإنَّ التركيز في المضاربة يقع على المكاسب الرأسمالية، وليس على توزيعات الأرباح السنوية، ونظراً لقصر الوقت الذي تستمر فيه المضاربة، فإنَّ العوائد المتحققة ينتظر لها أن تكون أكثر من عوائد الاستثمار، وهذا يتحقق شريطة استمرار توافر الفرص السانحة بالسوق لممارسة ذلك النشاط، ولا شك أن تحقق الأرباح المجزية يقابله احتمال تحقيق خسائر، ومن ثمَّ يجب على المضارب أن يكون مستعداً لذلك الاحتمال أيضاً.

ويختلف المستثمرون من حيث درجة تقبلهم للمخاطر، وفي هذا الإطار يمكن تقسيم المستثمرين [4] إلى: مستثمر يكره الخطر: Risk Averse Investor: يفضل هذا المستثمر دائماً أن يوجه أمواله إلى استثمارات أقل خطورة وذات عائد منخفض. ومثل هذا النوع من المستثمرين يتوجه إلى البنك للحصول على وديعة، أو فتح حساب ادخار بمعدل فائدة ثابت.

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

مستثمر محب للخطر: Risk Neutral Investor: هذا النوع من المستثمرين يحب فرص الاستثمار ذات العائد المرتفع، ولذلك فهو يحتمل درجات خطر مرتفعة أيضاً.

## عوائد الاستثمار وطرق قياسها [5]:

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

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

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

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

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

وكذلك فهناك عدة مفاهيم للعائد للاستثمار على النحو التالي:

**معدل العائد المحتمل Probable Rate of Return**: وهو عبارة عن:

$$\text{التوزيع المتوقع} + (\text{سعر بيع السهم} - \text{سعر شراء السهم}) \times 100\% = \frac{\text{سعر شراء السهم}}$$

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

**معدل العائد المتوقع Expected Rate of Return**: حيث يتم عمل توزيع احتمالي للعائد المحتمل في

ظروف اقتصادية مختلفة مصحوبة باحتمالات حدوثها، ويتم تقدير العائد المرجح باحتمالات على النحو التالي:

العائد المتوقع = مج (العائد المحتمل X الاحتمال)

**مثال [6]:** بفرض أن الظروف المستقبلية يمكن أن تأخذ أيًا من الأوضاع أو الأشكال التالية:

حالة كساد يصاحبها ارتفاع أسعار الفائدة

حالة كساد يصاحبها انخفاض أسعار الفائدة

حالة رواج يصاحبها ارتفاع أسعار الفائدة

حالة رواج يصاحبها انخفاض أسعار الفائدة

وبفرض أن المحلل أعطى احتمال حدوث كل من الحالات الأربع السابقة على التوالي: 10% . 30% . 40% .

20% (مع ملاحظة أن مجموع الاحتمالات هو 100% أي واحد صحيح) وبفرض أن معدل العائد المحتمل للحالات

الأربع السابقة هو على التوالي: 12% . 16% . 20% . 35%.

الظروف المحتملة	الاحتمال	العائد
حالة كساد يصاحبها ارتفاع أسعار الفائدة	0.1	0.12
حالة كساد يصاحبها انخفاض أسعار الفائدة	0.3	0.16
حالة رواج يصاحبها ارتفاع أسعار الفائدة	0.4	0.2
حالة رواج يصاحبها انخفاض أسعار الفائدة	0.2	0.35

فيحسب العائد المتوقع على الشكل التالي:

$$0.21 = (0.35 \times 0.2 + 0.2 \times 0.4 + 0.16 \times 0.3 + 0.12 \times 0.1)$$

أي أن العائد المتوقع هو 21%

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

عادة ما يهتم المستثمر بقياس العوائد المتوقع الحصول عليها من وراء استثماره في الأوراق المالية، وقد يتم التعبير عن هذا العائد بشكل وصفي، كأن يُقال إنَّ السهم جيد، أو ممتاز، أو ذو مخاطرة. وقد يتم التعبير عنه في شكل كمي في صورة نسبة مئوية (أي أن السهم يعطى عائداً سنوياً قدره 10%).

#### معايير اختيار المستثمر لصندوق الاستثمار:

يرى الباحث أنه من الضروري استعراض المعايير المهمة التي يتم على أساسها اختيار المستثمر لصندوق الاستثمار المناسب، والتي تتركز على النقاط التالية [7]:

1. سعر الوحدة الاستثمارية للصندوق.
2. ازدياد أو تراجع حجم الصندوق.
3. نجاح الصندوق في تحقيق أهدافه المعلنة، من العائد السنوي المتوقع على الاستثمار، وإمكانية توزيع أرباح.
4. حجم السيولة المتوفرة في الصندوق، وإمكانية قيام المستثمر بتسييل استثماره، أو الخروج من الصندوق.
5. أداء الصندوق في السابق ومؤهلات القائمين على إدارته.
6. مصداقية المؤسسة التي تروج وتدير الصندوق.

#### النتائج والمناقشة:

##### العلاقة بين حجم الصندوق والعائد السنوي:

في هذا الجزء من البحث، يقوم الباحث بدراسة العلاقة بين أحجام صناديق الاستثمار وعوائدها، حيث اختار الباحث عينة من صناديق الاستثمار العاملة في مصر، احتوت العينة على صناديق الاستثمار التي باشرت نشاطها منذ أكثر من ثماني سنوات، وذلك لكي يكون العائد معبراً بشكل أكبر عن نشاط الصندوق، بالإضافة لذلك فإن فترة ثماني سنوات تُعتبر فترة كافية نسبياً من أجل استبعاد أثر الأحداث الطارئة على نشاط الصندوق، والتي يمكن أن تترك طفرات في أدائه على المدى القصير.

في البداية سيقوم الباحث بدراسة العلاقة بين حجم الصناديق وعوائدها السنوية لكافة أفراد العينة مجتمعة، ومن ثم سيتم تقسيم أفراد العينة إلى مجموعات، تبعاً لأهدافها الاستثمارية.

#### أولاً: كافة أفراد العينة

العينة: تضم العينة اثنين وعشرين صندوق استثمار، تؤدي نشاطها ضمن السوق المصرية. فترة الدراسة: تشمل الدراسة الفترة الزمنية الممتدة بين تاريخ بدء الصندوق لنشاطه، وحتى أيار من عام 2008. إجمالي العائد منذ بدء النشاط = (صافي قيمة الوثيقة في آخر أيار 2008 - القيمة الاسمية للوثيقة + التوزيعات) / القيمة الاسمية للوثيقة.

المتوسط السنوي = إجمالي العائد منذ بدء النشاط / عمر الصندوق

الجدول رقم (1) يبين أعمار صناديق الاستثمار الداخلة في العينة، وأحجامها، وعوائدها السنوية.

الجدول رقم (2) يبين تبويب صناديق الاستثمار الداخلة في العينة وذلك وفقاً لأحجامها.

الجدول رقم (1) العلاقة بين حجم الصندوق والعائد السنوي

المتوسط السنوي	إجمالي العائد منذ بدء النشاط وحتى أيار 2008	عمر الصندوق	الحجم (مليون جنيه)	اسم الصندوق
9.37%	121.86%	13	500	بنك مصر - الأول
35.03%	490.48%	14	300	بنك كريدي أكريكول مصر - الأول
15.74%	173.15%	11	300	بنك كريدي أكريكول مصر - الثاني
10.08%	131%	13	300	بنك مصر - الثاني
9.27%	120.47%	13	300	البنك الاهلي المصري - الثاني
27.91%	279.14%	10	280	صندوق استثمار شيلد
93.85%	1220%	13	200	بنك القاهرة
47.31%	662.33%	14	200	بنك الاسكندرية - الاول
35.49%	390.4%	11	200	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الثاني
31.24%	437.4%	14	200	البنك الأهلي المصري - الأول
10.04%	90.36%	9	150	بنك كريدي أكريكول مصر - الثالث
59.54%	654.95%	11	138.97	بنك مصر - الثالث
67.85%	678.52%	10	100	بنك مصر ايران للتنمية - الأول
52.46%	629.49%	12	100	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الأول
46.92%	516.13%	11	100	البنك المصري الخليجي
13.77%	179.01%	13	100	المجموعة العربية المصرية للتأمين
4.77%	57.2%	12	100	البنك المصري لتنمية الصادرات (الخبير)
0.42%	4.98%	12	100	بنك قناة السويس
0.90%	7.22%	8	70	العقاري العربي المباشر
8.99%	80.94%	9	50	صندوق الراجح

5.26%	57.83%	11	50	اورينت تراست
1.39%	12.5%	9	35	مصر لصندوق الاستثمار المباشر

المصدر [8]

الجدول رقم (2) تبويب صناديق الاستثمار الداخلة في العينة وفقاً لأحجامها.

العدد	حجم الصندوق
3	0 - 50 مليون جنيه
7	من 51 إلى 100 مليون جنيه
6	من 101 إلى 200 مليون جنيه
5	من 201 إلى 300 مليون جنيه
1	من 301 إلى 500 مليون جنيه

المصدر [9]

نلاحظ من الجدول رقم (1) والجدول رقم (2) ما يلي:

- يوجد علاقة ضعيفة بين حجم الصندوق ومتوسط العائد السنوي الذي يحققه.
  - تراوحت أحجام معظم الصناديق بين 50 و 300 مليون جنيه، حيث بلغ عدد صناديق العينة التي يتراوح حجمها بين 50 و 300 مليون جنيه 18 صندوقاً أي ما نسبته 82% من إجمالي العينة .
  - أكبر صندوق من ناحية الحجم هو صندوق بنك مصر الأول، (500 مليون جنيه)، ومتوسط عائده السنوي 9.73%.
  - الصندوق الذي حقق أفضل متوسط سنوي هو صندوق بنك القاهرة، (93.85%)، وبلغ حجمه 200 مليون جنيه.
  - العائد الذي حققه صندوق بنك مصر الأول (500 مليون جنيه . أكبر الصناديق حجماً) قريب من العائد الذي حققه صندوق الراجح الذي يبلغ حجمه 50 مليون جنيه؛ أي عشر حجم صندوق بنك مصر الأول.
  - الصناديق الأكبر من ناحية الحجم لا تحقق بالضرورة العائدات الأكبر.
  - إن صغر حجم الصندوق ليس عائناً أمام تحقيق العائدات.
- ولنعرف بشكل أدق عن العلاقة بين حجم الصندوق ومتوسط العائد السنوي نقوم بحساب معامل الارتباط بين كلا المتغيرين (حجم الصندوق ومتوسط العائد السنوي)، وذلك عن طريق البرنامج الإحصائي SPSS:

Return	Size		
.014	1	Pearson Correlation	حجم الصندوق

.951	.	Sig. (2-tailed)	العائد
22	22	N	
1	.014	Pearson Correlation	
.	.951	Sig. (2-tailed)	
22	22	N	

نجد أن قيمة معامل الارتباط تساوي 0.014 ، وهي قيمة قريبة جداً من الصفر، الأمر الذي يعني بعدم وجود ارتباط، أو علاقة تابعة بين حجم الصندوق ومتوسط العائد السنوي الذي يحققه، وبالتالي فإن الباحث يرى أنه من غير الضروري أن يكون حجم الصندوق من الأولويات عند التوجه نحو الاستثمار في أحد الصناديق العاملة في مصر، فالتحليل السابق بين لنا أن كبر حجم الصندوق ليس شرطاً مطلوباً لتأدية الصندوق بشكل جيد.

#### ثانياً: صناديق العائد:

سيقوم الباحث بتبويب الصناديق الداخلة في العينة وفقاً لأهدافها، ومن ثم تحليل العلاقة بين حجم الصندوق وعائدها لسنوي في كل قسم منها، والبداية مع صناديق العائد:

يبلغ عدد صناديق العائد في العينة السابقة 6 صناديق، وتُوصف صناديق العائد Income Funds بأنها تتجه نحو الأوراق المالية لمنشآت مستقرة، وتستهدف هذه الصناديق المستثمرين الذين يعتمدون على عوائد استثماراتهم لتغطية نفقات معيشتهم، فهي تهدف إلى توزيع عوائد دورية لحملة وثائقها.

الجدول رقم (3) العلاقة بين حجم الصندوق والعائد السنوي (صناديق العائد)

اسم الصندوق	الحجم (مليون جنيه)	عمر الصندوق	إجمالي العائد منذ بدء النشاط وحتى أيار 2008	المتوسط السنوي
بنك مصر - الأول	500	13	121.86%	9.37%
البنك الاهلي المصري - الثاني	300	13	120.47%	9.27%
بنك كريدي أكريكول مصر - الثالث	150	9	90.36%	10.04%
البنك المصري لتنمية الصادرات (الخبير)	100	12	57.2%	4.77%
العقاري العربي المباشر	70	8	7.22%	0.90%
صندوق الراجح	50	9	80.94%	8.99%

المصدر [10]

من الجدول رقم (3) نجد:

- بغض النظر عن الحجم، حققت صناديق العائد الداخلة في العينة المختارة عائداً سنوياً ضعيفاً (يقترّب من عائد الاستثمار الخالي من المخاطر) مقارنةً بالعوائد التي حققتها صناديق الاستثمار الأخرى.

- العائد الضعيف الذي حققته هذه الصناديق من المرجح أن يكون سببه الاستثمار المتحفظ لهذه الصناديق، حيث إن تحقيق عائد دوري ومستقر، يعني الاستثمار في أوراق مالية قليلة المخاطر. أما بالنسبة لمعامل الارتباط فيحسب عن طريق البرنامج الإحصائي SPSS:

Return	Size	صناديق العائد	
.478	1	Pearson Correlation	Size
.338	.	Sig. (2-tailed)	
6	6	N	
1	.478	Pearson Correlation	Return
.	.338	Sig. (2-tailed)	
6	6	N	

بلغت قيمة معامل الارتباط 0.47 وهو يدل على علاقة ضعيفة بين أحجام صناديق العائد وعوائدها، وذلك ضمن العينة المختارة.

#### ثالثاً: صناديق النمو:

صناديق النمو: Growth Funds تتكون محفظة هذه الصناديق من أوراق مالية لمنشآت تمتلك فرصاً كبيرة للنمو، وتناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع مع مستوى مقبول من المخاطر، والذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم فيها لتغطية نفقات معيشتهم، حيث تهدف إلى تحقيق عائد رأسمالي مستقبلي كبير بغض النظر عن العوائد الجارية، وذلك عن طريق تعظيم القيمة السوقية للوثيقة. يبلغ عدد صناديق النمو ضمن العينة المختارة 10 صناديق كما في الجدول التالي:

الجدول رقم(4) العلاقة بين حجم الصندوق والعائد السنوي (صناديق النمو)

اسم الصندوق	الحجم (مليون جنيه)	عمر الصندوق	إجمالي العائد منذ بدء النشاط وحتى أيار 2008	المتوسط السنوي
بنك كريدي أكريكول مصر - الأول	300	14	490.48%	35.03%
بنك مصر - الثاني	300	13	131%	10.08%
صندوق استثمار شيلد	280	10	279.14%	27.91%
بنك القاهرة	200	13	1220%	93.85%
بنك الإسكندرية - الأول	200	14	662.33%	47.31%
البنك الأهلي المصري - الأول	200	14	437.4%	31.24%
بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الأول	100	12	629.49%	52.46%
المجموعة العربية المصرية للتأمين	100	13	179.01%	13.77%
اورينت تراست	50	11	57.83%	5.26%

1.39%	12.5%	9	35	مصر لصندوق الاستثمار المباشر
-------	-------	---	----	------------------------------

**المصدر [11]**

من الجدول رقم (4) نجد:

- إن وضع صناديق النمو يتشابه مع وضع صناديق العائد، وذلك فيما يخص العلاقة بين حجم الصناديق وعوائدها السنوية.
  - حققت صناديق النمو عائداً أفضل من صناديق العائد، وهذا الأمر مرده إلى السياسة الهجومية لصناديق النمو والتي تمكّنها من تحقيق عوائد أفضل، ولكن مع تحمل مستوى أعلى من المخاطر.
- أما بالنسبة لمعامل الارتباط فيحسب عن طريق البرنامج الإحصائي SPSS:

Return	Size	صناديق النمو	
.262	1	Pearson Correlation	Size
.465	.	Sig. (2-tailed)	
10	10	N	
1	.262	Pearson Correlation	Return
.	.465	Sig. (2-tailed)	
10	10	N	

بلغت قيمة معامل الارتباط 0.262 وهو يدل على علاقة ضعيفة بين أحجام صناديق النمو وعوائدها، وذلك ضمن العينة المختارة.

**رابعاً: صناديق العائد - النمو:**

يتجه لهذه الصناديق المستثمرين الذين يعتمدون وبشكل جزئي على عائد استثماراتهم لتغطية نفقات معيشتهم، كما يرغبون في نفس الوقت في تحقيق قدر معين من النمو المتزايد لاستثماراتهم. فهذه الصناديق تستهدف فئة المستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق هدفي النمو والدخل وتتكون هذه الصناديق من أوراق مالية تتبع شركات لها فرص للنمو، ومن سندات ذات عائد ثابت.

يبلغ عدد صناديق العائد - النمو ضمن العينة المختارة 6 صناديق كما في الجدول التالي:

**الجدول رقم (5) العلاقة بين حجم الصندوق والعائد السنوي (صناديق العائد - النمو)**

اسم الصندوق	الحجم (مليون جنيه)	عمر الصندوق	إجمالي العائد منذ بدء النشاط وحتى أيار	المتوسط السنوي
-------------	--------------------	-------------	--	----------------

	2008			
15.74%	173.15%	11	300	بنك كريدي أكريكول مصر - الثاني
35.49%	390.4%	11	200	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الثاني
59.54%	654.95%	11	138.97	بنك مصر - الثالث
67.85%	678.52%	10	100	بنك مصر ايران للتنمية - الأول
46.92%	516.13%	11	100	البنك المصري الخليجي
0.42%	4.98%	12	100	بنك قناة السويس

المصدر [12]

من الجدول رقم (5) نجد:

- لا يوجد علاقة بين أحجام صناديق العائد . النمو وعوائدها.
  - إن العوائد التي حققتها صناديق العائد . النمو هي الأفضل بين فئات الصناديق الأخرى.
  - حقق صندوق بنك قناة السويس عائداً منخفضاً جداً.
  - بالمقارنة مع الأنواع الأخرى من الصناديق، نجد أنه من الأفضل للمستثمر الراغب بالاستثمار في صناديق الاستثمار العاملة في مصر التوجه نحو صناديق العائد . النمو.
- أما بالنسبة لمعامل الارتباط فيُحسب عن طريق البرنامج الإحصائي SPSS:

		صناديق العائد . النمو	
Return	Size		
-.360	1	Pearson Correlation	Size
.483	.	Sig. (2-tailed)	
6	6	N	
1	-.360	Pearson Correlation	Return
.	.483	Sig. (2-tailed)	
6	6	N	

بلغت قيمة معامل الارتباط -0.36 وهو يدل على علاقة ضعيفة بين أحجام صناديق العائد . النمو وعوائدها، وذلك ضمن العينة المختارة، أما الإشارة السالبة فتدل على علاقة عكسية.

خامساً: صناديق الأسهم:

صناديق الأسهم [13]: Common Stock Funds وهي صناديق تشمل الأسهم فقط، وتتلاءم نوعية الأسهم مع أهداف الصندوق وسياسته الاستثمارية، فهناك صناديق تركز اهتمامها على أسهم المنشآت العاملة في صناعة معينة، بل وربما المنشآت العاملة في منطقة جغرافية معينة.... الخ. ولهذا فإن القرار الأول الذي ينبغي أن يتخذه المستثمر إذا كان يرغب في الاستثمار في الأسهم أم لا. وإذا كانت الإجابة بنعم، حينئذ يقرر نوعية الأسهم التي يفضلها.

من أجل التعمق بشكل أكبر في دراسة العلاقة بين أحجام صناديق الاستثمار وعوائدها، قام الباحث بأخذ صناديق الأسهم الموجودة ضمن العينة المختارة ووضعها في جدول، كما يلي، حيث يبلغ عدد صناديق الأسهم ضمن العينة المختارة 9 صناديق:

الجدول رقم (6) العلاقة بين حجم الصندوق والعائد السنوي (صناديق الأسهم)

اسم الصندوق	الحجم (مليون جنيه)	عمر الصندوق	إجمالي العائد منذ بدء النشاط وحتى أيار 2008	المتوسط السنوي
بنك كريدي أكريكول مصر - الأول	300	14	490.48%	35.03%
بنك كريدي أكريكول مصر - الثاني	300	11	173.15%	15.74%
بنك مصر - الثاني	300	13	131%	10.08%
صندوق استثمار شيلد	280	10	279.14%	27.91%
بنك القاهرة	200	13	1220%	93.85%
بنك الاسكندرية - الاول	200	14	662.33%	47.31%
بنك مصر - الثالث	138.97	11	654.95%	59.54%
بنك مصر ايران للتنمية - الأول	100	10	678.52%	67.85%
البنك المصري الخليجي	100	11	516.13%	46.92%

المصدر [14]

Return	Size	صناديق الأسهم	
-.670(*)	1	Pearson	Size
		Correlation	
		Sig. (2-tailed)	
.048	.	N	
1	-.670(*)	Pearson	Return
		Correlation	
		Sig. (2-tailed)	
.048	.	N	
9	9	N	

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

نلاحظ إنه يوجد علاقة ارتباط معنوي بين حجم الصناديق وعوائدها، وذلك فيما يتعلق بصناديق الأسهم فقط.

إن قيمة معامل الارتباط تبلغ -0.67 وهي تدل على علاقة ليست بالقوية، ولكنها عكسية، أي أن تحقيق معدل عائد أعلى ترافق مع صغر حجم الصندوق.

من الدراسة التحليلية السابقة سواء للعينة المختارة ككل، أو عينة كل نوع من الصناديق على حدٍ سواء، نجد أن كبر حجم الصندوق لا تشكل أفضلية تمكّن الصندوق من تحقيق عائد أفضل، حتى إنه بالنسبة لصناديق الأسهم وصناديق العائد . النمو فقد كانت العلاقة عكسية.

إن التحليل السابق يؤكد فرضية البحث:

**إن كبر حجم الصندوق ليس ضرورياً ليحقق عائداً كبيراً**

**قانون سوق الأوراق المالية . الفصل السادس (صناديق الاستثمار):**

في هذا القسم يتناول الباحث بعض المواد التشريعية الخاصة بصناديق الاستثمار، بهدف تقييمها، والوقوف على النقاط المهمة التي ينبغي التركيز عليها عند إقامة صناديق الاستثمار في سوريا.

صدر قانون سوق الأوراق المالية بموجب المرسوم التشريعي رقم /55/ لعام 2006، وفيما يتعلق بموضوع صناديق الاستثمار، فقد تناولها القانون السابق في الفصل السادس (صناديق الاستثمار)، من المادة 42 إلى المادة 53.

**أولاً:** المادة 45 الفقرة ب: "يتولى أمين الاستثمار تقييم ومتابعة استثمارات الصندوق والتأكد من تطابقها مع السياسة الاستثمارية الواردة في نظامه الأساسي وأحكام هذا المرسوم التشريعي والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه".  
المادة 51 الفقرة أ: "يدقق حسابات صندوق الاستثمار مكاتب وشركات تفتيش حسابات معتمدة من الهيئة يتم تعيينها وتحديد بدل أتعابها وفقاً للتعليمات الصادرة عن الهيئة بهذا الخصوص".

من الضروري التأكيد على عملية الرقابة، من أجل ضمان حسن تادية الصندوق لمهامه، وضمان التزامه بأهدافه، وسياسته الاستثمارية، فأى خلل أو مخالفة قد تؤدي إلى ضرر يلحق بحملة الوثائق، وهذا الأمر بالغ السوء وخصوصاً عندما يكون في الفترة الأولى ، فقد ينشأ عنه ردة فعل سلبية تجاه الاستثمار في الصناديق.

**ثانياً:** المادة 48 الفقرة أ: "يحظر على مدير الاستثمار جميع الأعمال المحظورة على الصندوق بموجب نظامه الأساسي".

يرى البحث أنه من الأفضل تحديد المحظورات والمسموحات حتى لا يقوم مدير الاستثمار بأية عملية أغفلها المشرع بحجة عدم وجودها ضمن الأعمال المحظورة.

كذلك ورد في المادة السابقة أن الأعمال المحظورة على مدير الاستثمار تكون محددة بموجب نظامه الأساسي، وهنا يرى البحث: يجب أن تكون قائمة الأعمال المحظورة محددة بموجب نظام صناديق الاستثمار الذي تقره الهيئة، وذلك إلى جانب الأعمال المحظورة بموجب النظام الأساسي للصندوق.

**ثالثاً:** المادة 53 الفقرة: " مع مراعاة أحكام قوانين المصارف والتأمين يجوز للمصارف وشركات التأمين المرخصة في الجمهورية العربية السورية أن تنشئ صناديق استثمار بعد الحصول على موافقة الهيئة. ويحدد نظام صناديق الاستثمار إجراءات الترخيص وأحكام وضوابط مباشرة هذا النشاط".

من الطبيعي والجيد السماح للمصارف وشركات التأمين بتأسيس صناديق استثمار، ولاسيما الدور الذي اضطلعت به البنوك المصرية في تأسيس وتنمية صناديق الاستثمار العاملة في مصر، وهنا يتوجب على المشرع سن

التشريعات الخاصة بالمصارف وشركات التأمين عند رغبتها بتأسيس صناديق الاستثمار الخاصة بها، على اعتبار أنها تتمتع بالخبرة والقدرة المالية.

وبالاستناد لما سبق يضع الباحث بعض النقاط التي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار عند إقامة صناديق الاستثمار

في سوريا:

1. يجب أن يحدد الصندوق أهدافه بدقة: هل يهدف الصندوق إلى تحقيق العائد الدوري، أو إلى تحقيق النمو الرأسمالي، أو مزيج من كلا الهدفين، يجب أن يكون واضحاً أمام جمهور المستثمرين ما هي طبيعة العوائد التي سيحصلون عليها.

2. في حال أن الصندوق يجمع بين هدفي النمو الرأسمالي، والعائد الدوري، فإنه يتوجب على إدارة الصندوق تحديد أي من الهدفين له الأولوية على الهدف الآخر.

3. تحديد الأسس التي يركز عليها صندوق الاستثمار عند وضع أهدافه الاستثمارية، وعلاقتها بالاقتصاد الكلي، وبوضع سوق الأوراق المالية.

4. تحديد الانحرافات عن النسب المعلنة للاستثمار في الأنواع المختلفة للأوراق المالية وذلك تبعاً لحالة السوق، وما هي الظروف التي تسمح لإدارة الصندوق بتجاوز هذه النسب.

5. هل سيتم الاستثمار خارج البورصة المحلية؛ أي هل سيوجه الصندوق أمواله إلى شراء أصول مالية يتم تداولها في بورصات خارجية، أم سيتم التركيز على بورصات محلية.

6. تحديد العائد المستهدف من قبل إدارة الصندوق؛ أي تحديد مقدار العائد الذي يرغب صندوق الاستثمار في الوصول إليه.

7. تحديد المدة الزمنية التي يحتاجها الصندوق لتحقيق العائد المستهدف.

8. تحديد القوانين التشريعية والضريبية التي تُطبق على الصندوق؛ أي تحديد ما هي حقوق الصندوق، وحقوق حملة الوثائق وواجبات كل منهم تجاه الآخر وتجاه هيئة سوق المال، وذلك حتى لا يُفاجأ المستثمرين بأي شيء قد يؤثر على عوائد الاستثمار.

9. تحديد صلاحيات مدير الاستثمار، والجهات العاملة في الصندوق، وكيفية مراقبتهم لمنعهم من تجاوز الصلاحيات الممنوحة.

10. كيفية حساب قيمة الاسترداد، وأوقات استرداد وثائق الاستثمار، والضوابط المتعلقة بذلك؛ كتحديد اليوم الذي سيتم على أساسه احتساب سعر الوثيقة، هل هو يوم تقديم طلب الاسترداد، أم في آخر يوم عمل من الأسبوع، وهل الاسترداد يكون يومياً أم أسبوعياً.

11. وضوح عدم تركيز إدارة صندوق الاستثمار في فئة معينة دون سواها، والمقصود هنا: أن تضم الإدارة خبرات أكاديمية بالإضافة إلى خبرات مارست العمل في مجال إدارة صناديق الاستثمار.

12. تحديد وشرح الطرق التي تستخدمها إدارة الصندوق لقياس العوائد على وثائق الاستثمار، ووجوب وضوح هذه الطرق أمام جمهور المستثمرين، منعاً لأي لبس أو غبن قد يلحق بالمستثمر.

13. تحديد أتعاب مجلس الإدارة، وكيفية حسابها، ومقدار الأتعاب التي يتلقاها عن كل نوع من العمليات التي

يؤديها.

14. قبل القيام بتحليل المعلومات، يجب المقارنة بين كلفة الحصول على هذه المعلومات وتحليلها، والعوائد المتوقع الحصول عليها من هذه المعلومات، بحيث لا يقوم مدير الاستثمار بأي تحليل إذا كانت العوائد المتوقعة أقل من التكاليف.

15. يجب أن يتمتع مدير الاستثمار بالصفات التالية:

- i. أن يحمل المؤهلات العلمية اللازمة، والمناسبة التي تمكنه من أداء مهامه.
- ii. أن تتوفر لديه الخبرة الكافية لإدارة مثل هذا النوع من الأعمال، وأن يكون من المشهود لهم بحسن العمل وكفاءته.
- iii. أن يتمتع بالقدرة على تحليل المعلومات، والظروف الاقتصادية، والسياسية والعسكرية، والاجتماعية وغيرها من أجل اتخاذ القرار المناسب الذي يخدم أهداف الصندوق.
- iv. أن يتوافر لديه المهارات الإدارية التي تمكنه من إدارة فريق عمل الصندوق بشكل جيد، بما ينعكس إيجاباً على مصلحة الصندوق.

## الاستنتاجات والتوصيات:

### الاستنتاجات

- يختلف الأفراد في نظرتهم تجاه الاستثمار.
- بعض المستثمرين لا يهتمون بالعائد فقط وإنما ينظرون إليه من منظار المخاطر.
- يشكل صندوق الاستثمار خياراً بديلاً للكثير من المستثمرين بدلاً من الذهاب مباشرة إلى سوق الأوراق المالية.
- يؤمن صندوق الاستثمار التنوع الذي يحتاجه المستثمر عند الدخول لسوق الأوراق المالية.
- ضعف العلاقة بين أحجام الصناديق وعوائدها السنوية، وذلك عند دراسة التجربة المصرية.
- من الناحية النظرية يجب أن يسهم حجم الصندوق بشكل إيجابي في تحقيقه لعوائد أفضل على اعتبار أن ذلك يوفر له الإمكانية للقيام بصفقات أكبر، وتشكيل محفظة أكثر تنوعاً، إلا أن الباحث يرى أن ذلك لم يتحقق عند دراسة التجربة المصرية، ومن المرجح أن ذلك بسبب قلة الأسهم الجيدة في السوق، وبالتالي لا يحتاج صندوق الاستثمار لكمية كبيرة من الأموال لبناء تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية.

### التوصيات:

- الاستفادة من تجارب الدول المجاورة في مجال صناديق الاستثمار.
- ليس من الضروري أن يكون الحد الأدنى لرأس المال الذي يُسمح لصندوق الاستثمار مباشرة نشاطه به، كبيراً جداً. بحيث يمكن السماح لصندوق الاستثمار البدء بنشاطه، في حال عدم توفر رأس مال كبير له.
- الدقة عند إعداد التشريعات الخاصة بصناديق الاستثمار، خوفاً من تحولها عن تأدية مهامها، وخوفاً من أن تصبح ما يشبه جامعي الأموال.

## المراجع:

1. لطفى، أمين. السيد أحمد. التحليل المالي . الدار الجامعية ، مصر ، 2007 ، 2

2. حنفي، عبد الغفار . *أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية* . الدار الجامعية ، مصر، 2005 ، 18
3. المهيلي، عبد المجيد . *التحليل الفني للأسواق المالية* . البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع ، مصر ، 2004 ، 25.
4. الأنصاري، أسامة. عبد الخالق. *الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة* . دار السحاب للنشر والتوزيع ، مصر، 2008 ، 63.
5. يُنظر:
  - لطفي، أمين. السيد أحمد. *التحليل المالي* . الدار الجامعية ، مصر ، 2007 ، 10-11.
  - الأنصاري، أسامة. عبد الخالق. *الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة* . دار السحاب للنشر والتوزيع ، مصر، 2008 ، 95 – 98.
  - حنفي، عبد الغفار . *أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية* . الدار الجامعية ، مصر، 2005 ، 18 – 115 .
6. المثال من إعداد الباحث
7. [http://en.wikipedia.org/wiki/Mutual\\_Funds](http://en.wikipedia.org/wiki/Mutual_Funds) > wikipedia- Free Encyclopedia 23-7-2009
8. الجدول من إعداد الباحث وذلك بالاعتماد على بيانات مأخوذة من الكتاب السنوي للبورصة المصرية للأوراق المالية لمجموعة من السنوات.
9. الجدول من إعداد الباحث وذلك بالاعتماد على بيانات مأخوذة من الكتاب السنوي للبورصة المصرية للأوراق المالية لمجموعة من السنوات.
10. الجدول من إعداد الباحث وذلك بالاعتماد على بيانات مأخوذة من الكتاب السنوي للبورصة المصرية للأوراق المالية لمجموعة من السنوات.
11. الجدول من إعداد الباحث وذلك بالاعتماد على بيانات مأخوذة من الكتاب السنوي للبورصة المصرية للأوراق المالية لمجموعة من السنوات.
12. الجدول من إعداد الباحث وذلك بالاعتماد على بيانات مأخوذة من الكتاب السنوي للبورصة المصرية للأوراق المالية لمجموعة من السنوات.
13. للمزيد حول صناديق الأسهم العادية يُنظر:
  - هندي، منير. إبراهيم. *إدارة الأسواق والمنشآت المالية* . منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، 342- 343 – 344.
  - عبد الحافظ، السيد. البدوي، *إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة* . دار الفكر العربي، القاهرة، 163.
  - علي، شريف. حسن. *دليلك العملي للاستثمار في البورصة* . الهيئة العامة لدار الكتب والوثائق، القاهرة، 2006، 24 – 25.