

دور النسب المالية في أداء تقييم صناديق الاستثمار لسوق الأوراق المالية
دراسة حالة جمهورية مصر العربية.
ا. شريط صلاح الدين
جامعة المسيلة

Résumé	ملخص
<p>Le fonds est une forme d'investissement collectif qui est distinct de l'investissement individuel en termes d'un portefeuille financier et un co-détenu par le grand nombre d'investisseurs, et donc les avantages de la diversification, et de réduire le risque d'irrégularité, de réduire le coût des opérations en vertu de leur grande taille par rapport à l'investissement par habitant, où chaque de son propre portefeuille des investisseurs ayant un faible niveau de diversification pour réduire le volume d'argent investi par rapport au porte-monnaie collectif, et la réflexion sur le risque et le coût des opérations. La gestion de portefeuille et des fonds de placement en valeurs mobilières professionnels spécialisés d'avoir des experts avec une grande efficacité dans ce domaine est habituellement appelé le gestionnaire des placements.</p>	<p>الصندوق هو شكل من أشكال الاستثمار الجماعي الذي هو منفصل عن الاستثمار الفردي من حيث محفظة مالية وشارك المملوكة من قبل العديد من المستثمرين، وبالتالي فإن فوائد التنوع، والحد من مخاطر عدم انتظام، وخفض تكاليف المعاملات بحكم حجمها الكبير نسبيا للاستثمار للفرد الواحد، حيث كل من المستثمرين في محفظة خاصة مع مستوى منخفض من التنوع للحد من حجم الأموال المستثمرة مقارنة الجماعية المحفظة، والتفكير في المخاطر وتكاليف العمليات. إدارة المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار في الأوراق المالية المهنيين والخبراء المتخصصين، مع كفاءة عالية في هذا المجال عادة ما يسمى مدير الاستثمار. كانت هذه الدراسة محاولة لمعرفة تقييم أداء صناديق الاستثمار من خلال النسب المالية، باعتبارها واحدة من آليات حديثة ومهمة لإعطاء مزيد من الشفافية، من خلال الإيرادات التي تأتي من الاستثمار في الأوراق المالية في وسط صناديق استثمارية تدار باحتراف. التقارير المالية والبيانات الصادرة عن صافي قيمة الأصول للسهم الواحد يوميا، والأرباح الرأسمالية والطوعية والموزعة، تساهم بشكل كبير في تحقيق الشفافية في هذه الصناديق،</p>
<p>Cette étude a été une tentative d'apprendre à évaluer la performance des fonds d'investissement grâce à des ratios financiers, comme l'un des mécanismes de moderne et important de donner plus de transparence, à travers les recettes qui vient d'investir dans des valeurs mobilières au milieu d'une gestion professionnelle des fonds d'investissement.</p>	
<p>Les rapports financiers et les données publiées par les quotidiens de la valeur liquidative par part, le profit et le capitalisme volontaire et distribué, grandement contribuer à la transparence de ces fonds.</p>	

مقدمة

لقد أصبح موضوع الاستثمار من الموضوعات التي تحتل مكانة مهمة وأساسية في أولويات الدراسات الاقتصادية، المالية، المصرفية والإدارية، وغيرها من التخصصات التي تهتم بالتطورات الهيكلية التي شهدتها المجتمعات المتقدمة، هذه التطورات صاحبها تطور مماثل في مجال دراسة بجانيه العيني والمالي، وبعد أن أصبحت مصادر التمويل الاستثماري غير مقتصرة على المصادر المحلية والعالمية والتقليدية، إذ تطورت واستحدثت أدوات وآليات وشبكة من المعلومات والاتصالات الاستثمارية في الأسواق العالمية أتاحت فرصا ومزايا استثمارية لم تكن متاحة في السابق، فالجزء الأكبر من موارد البلاد تتجه إلى هذه الأسواق باعتبارها الوعاء

الذي عن طريقه يتم توجيه هذه الموارد نحو الأنشطة الاقتصادية، فقد ثبت بالتجارب العلمية أن تلك الأسواق تمثل فرصاً استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية في تلك الدول. وتساهم كفاءة الأسواق المالية وتنظيمها مساهمة ايجابية في النمو الاقتصادي الشامل للبلاد، فبدون تلك الأسواق لا تستطيع المجتمعات الحصول على الموارد المالية لتمويل وتطوير الأنشطة الاستثمارية. وبالذات الأنشطة ذات الحجم الكبير، وتحاول كثير من الدول النامية تطوير أسواقها المحلية لتشكيل عنصر جذب للأموال من الخارج. ويأتي التركيز في هذه المحاولات على خلق إطار قانوني ومؤسسي ومالي يساهم في زيادة حجم وفعالية المدخرات المحلية وزيادة الاستثمارات الأجنبية في أن واحد.

إن مزاولة الاستثمار في الأوراق المالية تحتاج إلى التخصص الدقيق الدراية الكافية بأحوال السوق لانتقاء هذه الأوراق المالية ولتكوين محفظة متوازنة للأوراق المالية تحقق منافع مادية، كما يضمن هذا الاستثمار توفر موارد مالية كافية لشراء أوراق مالية عديدة ومتنوعة تشمل مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي، بهدف تخفيض مخاطر الاستثمار وتغطية أية خسائر محتملة في بعض القطاعات بالمكاسب المحققة في بعضها الآخر، ومن هنا قامت شركات الاستثمار والبنوك التجارية التقليدية وشركات التأمين بإنشاء ما يسمى بصناديق الاستثمار، وحتى تتمكن من تجميع المدخرات من الجمهور وتوجيهها إلى قطاع الاستثمار غير المباشر المتمثل في اقتناء محفظة متنوعة للأوراق المالية تخدم من لا تتوفر لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين مثل هذه المحفظة، كما تخدم أيضاً أصحاب الأموال الذين ليس لديهم الخبرة أو المعرفة الكافية لتكوين المحفظة منتقاة من الأوراق المالية المعدة للاستثمار، أو الذين ليس لديهم الوقت الكافي لإدارة مثل هذه المحفظة. ولهذا ظهرت الحاجة إلى صناديق الاستثمار كوسيلة من وسائل الاستثمار الجماعي.

تلعب الصناديق الاستثمارية دوراً هاماً في أسواق المال في العالم، كوسيلة فعالة في تجميع المدخرات، وإتاحة الفرصة لصغار المستثمرين تحت إشراف أجهزة متخصصة، فضلاً عن دورها في توسيع قاعدة الملكية في قطاع الأعمال العامة وذلك من خلال ترويجها لأسهم الشركات المطروحة للبيع، وتوفير التمويل اللازم للشراء عن طريق تجميع فوائض المدخرين هذا بالإضافة لدور الصناديق في تدعيم التقييم الحقيقي للأوراق المالية وتحسين شروطها وظروفها لصالح الاقتصاد الوطني . هنالك عوامل عدة أدت إلى نشأة صناديق الاستثمار، منها رغبة المدخرين في الاشتراك في عمليات أسواق المال لما تجلبه من عوائد مالية مجزية، خاصة بعد التقلبات العنيفة التي شهدتها الأسواق المالية الدولية، مما أدى إلى صعوبة إمكانية القيام باستثمارات مالية مأمونة بواسطة صغار المستثمرين الذين لا تتحمل رؤوس أموالهم الخسائر الكبيرة. فضلاً عن انخفاض العائد من أسعار الفائدة على الودائع باختلاف أنواعها (ودائع لأجل، وودائع ادخار)، وعدم تفرغ صغار المستثمرين لممارسة عمليات شراء وبيع الأدوات المالية بأنفسهم، إضافة إلى صعوبة إدارة

الصناديق الاستثمارية من قبل صغار المستثمرين لما تتطلبه من معرفة وخبرة بآليات التعامل في أسواق رأس المال.¹

مشكلة الدراسة

تشير الأسس النظرية والتطبيقات العملية إلى حقيقة مؤكدة، وهي أن صناديق الاستثمار كأحد الأدوات المالية لا تعمل بمعزل عن التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، حيث أن طبيعة عمل هذه الصناديق هي تكوين محفظة من الأوراق المالية والعمل على تنميتها، والمحافظة على التنوع من أجل تخفيض المخاطر الناجمة عن التحركات السعرية للأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة ولا شك أن مقدرة صناديق الاستثمار على أداء وظيفتها رهين بالتغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، حيث أن طبيعة العلاقة بين الصناديق وسوق الأوراق المالية ليست علاقة ساكنة وإنما هي علاقة ديناميكية ذات تأثير متبادل، فكما يؤثر سوق الأوراق المالية على الصناديق، تستطيع هذه الصناديق أن تلعب دورا هاما ورائدا في ترشيد وتوجيه حركة ذلك السوق. ولهذا تمت صياغة التساؤل التالي:

هل المؤشرات المالية لها أثر إيجابي في تقييم أداء صناديق الاستثمار وتوجيهها إلى خدمة سوق الأوراق المالية في مصر؟

ومن خلال هذا التساؤل صيغت الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: وجود علاقة بين صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية.

الفرضية الثانية: يمكن زيادة دور صناديق الاستثمار في توجيه الاستثمارات في جمهورية مصر العربية؟

الفرضية الثالثة: الأساليب والمؤشرات المالية تلعب دور في تقييم صناديق الاستثمار من جهة وتحويلها إلى مدعم كبير لجذب الأموال لسوق الأوراق المالية من جهة أخرى؟

الفرضية الرابعة: إن تقييم أداء صناديق الاستثمار يؤدي بالضرورة إلى تقييم أداء الإدارة المحترفة المسيرة لهذه الصناديق؟

إن العمل في صناديق الاستثمار يعمل على تنويع المخاطر، مما يعمل على ضمان عائد سنوي قد لا يتوفر عند الاستثمار في قطاع معين أو شركة معينة، ويمكن تلخيص أهمية صناديق الاستثمار في النقاط التالية:

- سهولة ويسر الدخول أو الخروج في صناديق الاستثمار، مما يشجع المستثمر على الدخول في السوق عن طريق صناديق الاستثمار بحكم طبيعتها، معتمدا على أن هناك شركة ضخمة لها مدير خبير وإدارة تعمل تحت ضوابط ورقابة عالية فيدخل رأس المال وهو مضمون

- تجميع أموال الأفراد في أوعية ادخارية جديدة بما يمكن معه زيادة معدلات الادخار والتأمين وعمليات التمويل والمشروعات الإنتاجية من خلال ربط المدخرات الوطنية بسوق الأوراق المالية

- توفير مصدر رخيص نسبيا للتمويل بالنسبة للشركات والمشروعات الإنتاجية بدلا من الاعتماد على قروض البنوك مما يساعدنا على زيادة حجم الاستثمارات المساهمة في الخوصصة من خلال الترويج لبيع وشراء أسهم شركات قطاع الأعمال العام التي يتم طرحها للبيع.

- اجتذاب الأموال المصرية والعربية والأجنبية للاستثمار في الأوراق المالية من خلال صناديق الاستثمار مما يسهم في توفير مناخ مناسب للتنمية وزيادة تدفق الأموال إلى الاقتصاد المصري مما يكون له أثر إيجابي على ميزان المدفوعات وعلى الجنيه المصري.

- مساعدة البنوك في تطوير محافظها المالية حيث يمكن الاستعانة بها للبيع في البورصة حيث أنها تتولى عمليات الترويج والبيع والشراء، وهذا يؤدي إلى تنشيط الجهاز المصرفي وزيادة قدرته الاستيعابية على اجتذاب المزيد من الودائع والمدخرات.

- تساهم الصناديق في خلق طلب على مختلف أنواع الأوراق المالية وزيادة معدل التعامل فيها مثل صكوك التمويل والسندات.

ويرجع ظهور صناديق الاستثمار إلى مطلع القرن التاسع عشر في هولندا، نتيجة لظهور شركات الاستثمار بها، ثم انتقلت بعد ذلك إلى فرنسا ثم بريطانيا واتخذ شكل الصناديق المغلقة حتى عام 1930 حيث ظهرت الصناديق المفتوحة والتي تسمى "MUTUAL Fund" في بريطانيا، ولم تظهر الصناديق في الولايات المتحدة الأمريكية حتى نهاية الحرب العالمية الأولى، وكانت الصناديق المغلقة هي المسيطرة في فرنسا منذ عام 1945 حتى عام 1964 الذي شهد ظهور الصناديق المفتوحة بها ثم انتقال التجربة إلى الدول النامية مثل الهند وتايلاند وماليزيا والفلبين وهونج كونج.

أما الحديث عن نشأة صناديق الاستثمار في الدول العربية يدفعان للحديث عن تاريخ نشأة صناديق الاستثمار في مصر، لأن النشأة في الدول العربية وهو التاريخ حسبما يرى البعض²، لا يستحق الدراسة حيث لا يمكن الاستفادة منه بالنظر إلى الوضع الاقتصادي السائد في البلاد آنذاك اللهم إلا بورصتي القاهرة والإسكندرية^(*)، ولعل السبب في ذلك أن الدول العربية كانت دولا متخلفة اقتصاديا لخضوعها للاستعمار الغربي فترة طويلة من الزمن وقد أدت التبعية السياسية الاستعمارية إلى تبعية اقتصادية مما جعل بنيتها الاقتصادية بنية تبعية تحددت على إثرها المبادرات الاستثمارية لتلبي طلب الأسواق الخارجية للدول الاستعمارية. وباستقلال الدول العربية في أوسط هذا القرن بدأت حركة تأسيس الأموال برأس مال كبير نتيجة زيادة حركة الإصدارات مما ساعد على إنشاء أسواق مالية حاليا تكاد تكون منتشرة في جميع البلاد العربية، وتعتبر مصر سباقة في سوق الأوراق المالي بالنظر لحجم التداولات التي كانت تجري بها، حيث

(*) تأسست بورصة الأوراق المالية عام 1903 في الإسكندرية وبعدها بعام في القاهرة 1904 لتكونا معا من أقدم البورصات في الشرق الأوسط.

تأسست أول شركة مساهمة في مصر عام 1750 وبعد ذلك تمت عمليات تداول الأوراق المالية الخاصة بها على الأرصفة والمقاهي بدون تحديد مكان معين ودون تنظيم لعملية التداول². وتطور بعد ذلك السوق المالي المصري عبر سنوات عديدة وواجه عدة مشكلات في بعض السنوات نتيجة للتغيرات السياسية والاقتصادية في البلاد وفي المنطقة وفي العالم، ويشهد الوضع الاقتصادي المصري الآن ازدهارا ملحوظا خاصة خلال الفترة الممتدة منذ عام 94 حتى عام 2010 مع تقدم سياسة الإصلاح الاقتصادي ورغبة الحكومة المصرية في تنشيط سوق المال وذلك بهدف تهيئة المناخ المناسب لدفع وإنجاح سياسة الخوصصة من خلال توفير التمويل اللازم لها عن طريق توجيه مدخرات الأفراد للاستثمار في الأوراق المالية سواء بطريق مباشر أو غير مباشر.

وفي ضوء هذه الأهداف العديدة لبرنامج الإصلاح الاقتصادي أصبحت هناك ضرورة ملحة لتطوير سوق الأوراق المالية المصرية وتحديثها لتواكب هذه التغيرات الاقتصادية وتأخذ دورها في هذا الإصلاح الشامل.

وفي ظل هذا المناخ الإصلاحي الشامل استحدثت تجربة صناديق الاستثمار في مصر من خلال القانون 95 لسنة 1992، والذي أوجد للبنوك دورا كبيرا في تأسيسها، وفي عام 1993/92 تمت الموافقة على إنشاء العديد من الصناديق.

وتعتبر صناديق الاستثمار أحد أشكال الاستثمار الجماعي الذي يتميز عن الاستثمار الفردي من حيث وجود محفظة مالية واحدة يشترك في ملكيتها عدد كبير من المستثمرين، وما لذلك من مزايا التنوع، وتقليل المخاطر غير المنتظمة، وتقليل تكلفة العمليات بحكم كبر حجمها مقارنة بالاستثمار الفردي، حيث يكون لكل مستثمر محفظته الخاصة به التي تتسم بانخفاض مستوى التنوع بها لانخفاض حجم المال المستثمر مقارنة بالمحفظة الجماعية، وانعكاس ذلك على المخاطر وتكلفة العمليات. ويتولى إدارة محافظ الأوراق المالية لصناديق الاستثمار جهات متخصصة لديها خبراء محترفون ذو كفاءة عالية في هذا المجال عادة ما تسمى مدير الاستثمار Investment Manager³.

ويتحقق للمستثمر من خلال صندوق الاستثمار ما يلي⁴:

- انخفاض مستوى المخاطرة: أي أن المستثمر في الصندوق يعتبر مالكا لحصة في المحفظة مجتمعة وبالتالي فإن عنصر المخاطرة موزع.
- الاستفادة من مهارات الإدارة المحترفة: في حالة الاستثمار المباشر في الأوراق المالية فإنه يحتاج إلى أن يضطلع بجميع جوانب العملية الاستثمارية بنفسه، وفي حالة الاستثمار من خلال الصندوق فإنه يلقي بمسؤوليات جميع المهام على الإدارة المحترفة للصندوق والتي اهتم المشرع بالتركيز على كفاءتها.
- المرونة والمواءمة بين مصالح المستثمرين: بعض شركات الاستثمار المنشئة لعدد من الصناديق ذات أهمية مختلفة تعطي الحق في تحويل استثماراته من صندوق إلى آخر في مقابل رسوم ضئيلة، وتوفر هذه المرونة خدمة متميزة للمستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية لمرور الوقت.

كما تتعدد وتتوسع أشكال صناديق الاستثمار وتختلف طبقاً لحاجات وأهداف المستثمرين ورغباتهم، ولكن مهما تنوعت وتعددت هذه الأشكال فهي تندرج تحت نوعين أساسيين هما: صناديق الاستثمار المغلقة Closed end funds، وصناديق الاستثمار المفتوحة Open end funds، فالنوع الأول يكون حجم الموارد المالية المستثمرة في وثائقها من قبل الجمهور محددًا، بمعنى أن هذه الصناديق تصدر عددًا ثابتًا من الوثائق المالية، يتم توزيعها على المستثمرين فيها كل بحسب حصته، وفي الغالب يكون لها نهاية محددة وأجل محدد يتراوح من 3-5 سنوات وأكثر. وهذه الصناديق بما أن عددها محدد فإن السيولة فيها غير متوفرة. أما النوع الثاني هي الصناديق الأكثر جاذبية للمستثمرين وهي تلك التي لا تحدد حجم الموارد المالية المستثمرة في وثائقها من قبل الجمهور، ولا تحدد عدد الوثائق المالية المصدرة منها، إذ يجوز لها إصدار وبيع المزيد من هذه الوثائق لتلبية لحاجات المستثمرين، ولذلك فإن وحدات هذه الصناديق تزيد وتتنقص بحسب استرداد المستثمرين لبعض أو كل وحداتهم.

وعلى عكس الصناديق المغلقة فهي قابلة للتداول بين الأفراد بل تقف إدارة هذه الصناديق وحدها على استعداد دائم لإعادة شراء ما أصدرته من وثائق إذا رغب أحد مالكي هذه الوثائق في التخلص منها جزئيًا أو كليًا. أما الأشكال الأخرى تختلف حسب نشاطها وبدورها تنفرع إلى أشكال كثيرة ومتعددة في الأسواق المالية ونوجزها في النقاط التالية:

1- صناديق الاستثمار من حيث مكوناتها و تنفرع إلى عدة نقاط تتمثل في:⁵

- صناديق سوق المال: تباع من قبل البنوك وتختص بالاستثمار منخفض الخطورة

- صناديق السندات: وهذه الصناديق تختص بالسندات الحكومية وغير الحكومية المحلية والدولية.

- صناديق الأسهم: وهي أكثر الصناديق ومنها المتخصص في الأسهم الدولية ومنها ما هو متخصص في الأسهم المحلية، وهذا هو أكثر صناديق الاستثمار من حيث مكونات الصندوق، وهي ذات خطورة عالية.

- صناديق النوعية الواحدة: سواء كانت أسهما أو سلعًا أو سندات لأن هناك من الصناديق ما هو متنوع ومنها ما هو متخصص بنوع واحد فقط، أو قطاع معين.

- صناديق متنوعة: مثل هذا النوع خليط من المحلي والدولي.

- صناديق النقد: صناديق تتعامل بالأدوات المالية القصيرة الأجل مثل

أذونات الخزينة وسندات الإيداع والكمبيالات المصرفية والأوراق التجارية...⁶

- صناديق المؤشرات: لكل بلد مؤشر يقيس أداء سوقه المالي بكل قطاع في بعض البلدان مؤشر يقيس أداء ذلك القطاع بوجه خاص وأدائه بالنسبة للسوق بوجه عام

2- صناديق الاستثمار من حيث سياستها الاستثمارية المتبعة و تنفرع إلى عدة نقاط تتمثل في:

- صناديق الاستثمار المتحفظة: تتبع سياسات استثمارية متحفظة أو دفاعية تجاه المخاطر الاستثمارية، ولذلك فهي تتميز بقلة المخاطر.⁷⁸
- صناديق الاستثمار الهجومية: تتسم بقدر كبير من المخاطر لتحقيق عائدات أكبر، ويسمى بالهجومى لسرعة تقلب أسعار مكونات الصندوق.
- صناديق الاستثمار المتوازنة: وهي التي تجمع بين هدفي التحفظ وتقليل المخاطر الاستثمارية وهدف تحقيق أهداف رأسمالية عالية، ولذلك فهي تتكون من مزيج متنوع من السندات والأسهم الموزعة بطريقة متساوية.

3- صناديق الاستثمار من حيث أهدافها و تنفرع إلى عدة نقاط تتمثل في:

- صناديق النمو: وتهدف هذه الصناديق إلى تحقيق نمو طويل الأجل، وعائد مستقبلي كبير بدلا من العائد الجاري.
- صناديق الدخل: وهي عكس صناديق النمو فإن المستثمرين فيها لا يقبلون بمستوى خطورة مرتفع ولذلك فإن مدير الصندوق يكون هدفه بالدرجة الأولى المحافظة على رأس المال ويكون استثمارها في السندات الحكومية وسندات وأسهم الشركات الممتازة.

- صناديق الدخل والنمو: وتجمع بين الهدفين السابقين أي المحافظة على أصول الصندوق مع تحقيق نمو في رأس مال الصندوق عن طريق الاستثمار الآمن طويل الأجل.

- صناديق إدارة الضريبة: وهي تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة ما تقوم باستثماره مرة أخرى مقابل حصول المستثمرين على أسهم إضافية في الصندوق.

- صناديق ذات الأهداف المزدوجة: وهذه الصناديق تجمع بين هدفين أو أكثر من أهداف صناديق الاستثمار وذلك لتلبية احتياجات الفئات المتعددة من المستثمرين.

- صناديق الاحتماء أو التحوط: وهذه الصناديق يتضح من مسماها أنها تهدف إلى حماية رأس مال الصندوق وذلك باتخاذ عدد من الأساليب الاستثمارية منها الدخول في عمليات بيع وشراء قصيرة الأجل وطويلة الأجل أو النوعين معا للحماية من تقلبات الأسعار المفاجئة في السوق المالية.

4- صناديق الاستثمار من حيث توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية و تنقسم إلى عنصرين هما:

- صناديق إسلامية متوافقة مع الشريعة: وهي تلك الصناديق التي تنص في نشرة إصدارها على أنها ملتزمة بالضوابط الشرعية التي تصدرها هيئة الفتوى الشرعية التابعة للمؤسسة المالية المنشئة للصندوق.

- صناديق غير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية (تقليدية).

1- أهمية تقييم أداء المحفظة: يعتبر تقييم أداء محفظة الأوراق المالية ذات أهمية كبيرة على مستوى المستثمر الفردي والمستثمر المؤسسي والاقتصاد الكلي للآتي:
أ- يعتبر تقييم أداء المحفظة أمراً هاماً للمستثمر الفردي سواء الذي يدير محفظته بنفسه أو عن طريق مدير استثمار محترف لمقارنة أداء محفظته بغيرها من المحافظ وللمعرفة أسباب تحقيق مستوى معين للأداء ومدى مساهمة الاستثمار في زيادة أو على الأقل حماية الثروة المالية، وهل العائد المحقق منه يبرر الوقت والجهد والتكلفة الذين تم إنفاقهم في إدارة المحفظة، ودرجة التزام مدير المحفظة بالسياسات الاستثمارية التي تحقق أهداف الاستثمار وذلك في سبيل اتخاذ القرارات المناسبة للتغيير في حالة عدم تحقق النتائج.
ب- يهتم المستثمر المؤسسي بتقييم أداء محفظة الأوراق المالية للأسباب الآتية:

- الحاجة لتقييم أداء مديري المحافظ لديه واختبار السياسات الاستثمارية التي يطبقها كل منهم لتحديد درجة تحقيقها للأهداف من ناحية وما يترتب عليها من مخاطر من ناحية أخرى.
- معرفة القيمة المضافة التي ساهم بها كل مدير في تنفيذ الخطة الاستثمارية للصندوق ككل.
- تحديد التكلفة المترتبة على فرض قيود معينة تحد من قدرة مدير الاستثمار على إدارة المحفظة.

ج- تظهر أهمية تقييم أداء محافظ الأوراق المالية لصناديق الاستثمار على مستوى الوطني من حيث الحاجة الشديد للاقتصاد المصري لتشجيع الاستثمار غير المباشر في سوق الأوراق المالية بصفة عامة وفي صناديق الاستثمار بصفة خاصة، لما تمثله من أداة استثمارية ملائمة للقاعدة العريضة من صغار المستثمرين وضرورة تحويل المدخرين إلى مستثمرين بتلك الصناديق، وبجانب ما تمثله هذه الصناديق من أهمية لكونها شريكا أساسيا في حجم التعامل اليومي بالبورصة والذي لا يقل في معظم الأحوال عن 30 % وقد يصل إلى 70 % بالسوق المصري وترتفع هذه النسبة في سوق نيويورك ليصل متوسط حجم التعامل اليومي لها 80 % في عام 1995، وبلغ هذا المتوسط 73 % في سوق لندن، 77 % ببورصة طوكيو، 85 % ببورصة المكسيك.⁹
ومما يشير إلى أهمية صناديق الاستثمار على المستوى الوطني إضافة لما سبق الآتي:

- زيادة أعداد صناديق الاستثمار في الفترة الأخيرة، حيث بلغت في 2010/10/31 بالولايات المتحدة الأمريكية حوالي 10732 صندوق مفتوح و 695 مغلق بإجمالي أصول 9.5 تريليون دولار.
- الزيادة المستمرة في أعداد المساهمين بتلك الصناديق والتي ارتفعت من 5.7 % من إجمالي الشعب الأمريكي عام 1980 إلى 25 % عام 1990 ثم قفزت إلى 37.4 % عام 1997، بجانب ارتفاع نصيب الصناديق من الأصول المالية

ككل من 3.68 عام 1980 إلى 12.74% عام 1997 مما جعل من صناديق الاستثمار ثاني أكبر كيان مالي بعد البنوك بالولايات المتحدة الأمريكية.

- تلعب صناديق الاستثمار دورا هاما من الناحية النظرية في تطوير مقاييس الأداء المعدل بالمخاطر المستخدم في تقييم أداء المحافظ حيث تم تطبيق هذه المقاييس على مختلف المحافظ.

2- أهم عناصر تقييم أداء المحفظة:⁹

تتمثل أهم العناصر التي يجب التركيز عليها عند تقييم أداء محفظة الأوراق المالية في الآتي:

أ- ضرورة الاهتمام بكل من العائد والمخاطر والدمج بينهما حتى تتحقق الدقة لعملية التقييم طبقا لما أوضحتها النظرية الحديثة للمحفظة، لأن المحفظة الكفاء هي التي تحقق أعلى عائد عند مستوى معين من العائد مما يجعل عملية تقييم أداء المحفظة ثنائية الأبعاد تقوم على العائد والمخاطر معا في نفس الوقت لكونهما وجهان لعملة واحدة.

ب- التعرف على أسباب تحقق مستوى معين من الأداء وأسلوب تحسينه لأن الهدف النهائي لعملية تقييم أداء المحفظة هو تحسين ذلك الأداء وهو يبرر أهمية معرفة أسباب تحقق الأداء الجيد للتأكد عليها والاستفادة منها وكذلك الحالة بالنسبة للأداء السيئ لمعالجتها وتجنب تكرارها مستقبلا.

ج- يجب التفرقة بين أداء مدير المحفظة وأداء المحفظة ذاتها حيث تباينت الآراء في مدى أهمية التفرقة بينهما أثناء عملية التقييم حيث يوجد اتجاهين رئيسيين هما:

ج-1- يؤكد الاتجاه الأول على أهمية التفرقة بينهما حيث يتم البدء بتقييم الأداء الكلي للمحفظة ثم يلي ذلك تقييم أداء كل مدير محفظة على حده وذلك تماشيا مع مدخل التحليل من أعلى لأسفل، وفي ضوء افتراض أن الصندوق يمتلك محفظة عامة تحتوي بداخلها على محافظ جزئية يخصص لكل منها مديرا يتولى القيام بتكوينها وإدارتها.

ولذلك تختلف مقاييس تقييم أداء المحفظة عن مقاييس تقييم أداء مدير المحفظة كما يلي:

*- يتركز الاهتمام عند تقييم أداء المحفظة على قياس العائد والمخاطر ثم المقارنة مع مؤشر السوق في حين أنه عند تقييم أداء مدير المحفظة فيتم التركيز على درجة التنويع بالمحفظة ومدى التزام مديرها بالقيود المفروضة عليه في تطبيق السياسات الاستثمارية ومدى فعالية الأساليب التي استخدمها في إدارة المحفظة.

**- يتم استخدام مقاييس تريينور وشارب لتقييم أداء المحفظة، بينما يستخدم مقياس جنسين للعائد الإضافي لتقييم أداء مدير المحفظة.

ج-2- يرى الاتجاه الآخر صعوبة الفصل بين أداء المحفظة وأداء مدير المحفظة لأن تقييم أداء المحفظة يتضمن بداخله تقييم لأداء مديرها وأن كلا منهما

يؤدي إلى الآخر إلى الدرجة التي قد يتم استخدامها كمترادفين في كثير من الدراسات والكتابات العلمية، كما أنه عند تقييم أداء المحفظة يتم الاهتمام ببعدين رئيسيين هما:

- قدرة مدير المحفظة على زيادة العائد الذي تحققه المحفظة من خلال التنبؤ الدقيق باتجاهات أسعار الأوراق المالية في سوق التداول.
- قدرة مدير المحفظة على تقليل المخاطر المصاحبة لمكونات المحفظة، أي أن المقياس الذي يستخدم لتقييم أداء المحفظة يركز على قدرة مديرها على التنبؤ وتحقيق عائد أكبر عند نفس المخاطر أو تقليل المخاطر عند نفس العائد مما يجعل من تقييم أداء المحفظة هو في نفس الوقت تقييم لأداء مدير المحفظة.

3- أسس التقييم الجيد لأداء المحفظة:

الحكم بأفضلية صندوق عن غيره، أو نجاح أو فشل إدارة معينة، يتطلب فحص أداء الصندوق ونتائج القرارات التي اتخذتها الإدارة خلال فترة زمنية معينة، وثمة أسلوبين أساسيين لتقييم أداء صناديق الاستثمار هما: الأسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي، والأسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر ذي المعرفة الواسعة بشؤون الاستثمار، إضافة إلى ملائمة لبيوت السمسرة التي تقدم خدمات استثمارية لعملائها. ورغم المزايا التي يحققها المستثمر من استخدام هذين الأسلوبين، إلا أنه يأخذ في الحسبان جوانب أخرى للأداء سنتعرض لاحقاً، ولكن قبل تسليط الضوء على أساليب قياس أداء صناديق الاستثمار، قد يكون من الواجب أن نشير إلى التقارير المالية التي تنشرها شركات الاستثمار أو بنوك التي تؤسس صناديق الاستثمار والتي تمثل الأساس الذي يقوم عليه التقييم.

* - **التقارير المالية و البيانات المنشورة:** التقارير المالية والبيانات التي تنشرها الصحف اليومية عن قيمة الأصل الصافية للسهم، وعن الأرباح الإردية والرأسمالية الموزعة، تساعد بدرجة كبيرة في إضفاء الشفافية على هذه الصناديق، كما تتيح شركات الاستثمار لحملة أسهما عدد من التقارير السنوية وربع ونصف سنوية. وفي مقدمة تلك التقارير المالية نجد الميزانية العمومية وقائمة الدخل إلى جانب ذلك بيانات مالية أخرى، ومن الأمثلة على تلك البيانات قائمة لأوراق مالية استثمرت فيها موارد الشركة إضافة إلى تصنيف تفصيلي لتلك الأوراق، وشرح تفصيلي عن الأرباح والخسائر غير محققة، أي تتمثل في ارتفاع وانخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية تتضمنها بعض صناديق الاستثمار، وتحليل لهدف الشركة وسجلها الاستثماري. ولا يقتصر الأمر على تلك البيانات، بل عادة ما تتيح الشركة لحملة أسهمها بيانات تكميلية وأية بيانات أخرى ذات علاقة بالأوضاع المالية الخاصة بالصندوق، والتي من شأنها تزويد حملة الحصص والمحللين والمراقبين بمعلومات وافية يكون بموجبها فحص مستوى أداء الصندوق، ومقارنة ذلك كله بنتائج العمليات للصندوق نفسه خلال السنوات السابقة، أو بأداء الصناديق المثيلة والتعرف بشكل واقعي وعادل على حقيقة جهود إدارة الصندوق ومدى نجاحها أو فشلها في تحقيق الأهداف الاستثمارية المعلنة للصندوق، لتقييم أداء صناديق الاستثمار لابد من الأخذ في الحسبان عنصرين هما العائد المخاطر.

ويطلب التقييم الجيد لأداء محفظة الأوراق المالية لصندوق استثمار توفير مجموعة من الأسس وهي:

1- ضرورة التحديد الدقيق للمقصود بكل من العائد والمخاطر والمقاييس المستخدمة لكل منهما.

2- طوال الفترة الزمنية التي يتم خلالها تقييم أداء محافظ الصناديق ضمانا لتعرضها لنفس التغيرات الاقتصادية والسوقية مع مراعاة اختلاف أحجام الأصول للصناديق موضع التقييم لمعنوية تأثير الحجم على أداء المحافظ في بعض الدراسات.

3- تقسيم الصناديق إلى مجموعات طبقا لأنواعها ثم المقارنة بينها داخل مجموعة على حدة وليس فيما بين المجموعة لاختلاف الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها كل نوع و إن كانت مقاييس الأداء المعدل بالمخاطر تتغلب على هذه المشكلة.

4- ضرورة توحيد طريقة قياس الأداء بجانب القضاء على آثار دخول وخروج الأموال خلال فترة التقييم بعيدا عن تحكم مدير المحفظة، لأن كمية الأموال المتاحة استثمارها قد تؤثر على العائد المحقق في حين أن عمليات زيادة أو انخفاض كمية الأموال خلال فترة القياس عادة ما تخرج عن تحكم المدير ولذلك فيجب استبعاد آثارهما عند التقييم.

4- نماذج وأساليب تقييم أداء صناديق الاستثمار:

كذلك يمكن تقييم أداء صناديق الاستثمار بهدف الحكم على مستوى أداء الصندوق من خلال النماذج والأساليب البسيطة التالية:

أ- نموذج العائد على الأموال المستثمرة بالصندوق: يعتبر نموذج العائد على الأموال المستثمرة من أبسط النماذج المستخدمة في تقييم أداء صناديق الاستثمار، حيث يتطلب بيانات عن وثيقة الصندوق في بداية فترة التقييم وكذلك في نهاية فترة التقييم وبيانات عن التوزيعات إذا كان الصندوق ذات توزيع عائد دوري. وفيما يلي توضيح لكيفية تقدير عائد الاستثمار بالصندوق في حالة صناديق الاستثمار ذات العائد الدوري وصناديق الاستثمار ذات العائد الرأسمالي التراكمي.

1- عائد الاستثمار في صناديق الاستثمار ذات العائد الدوري: يتم حساب العائد على الأموال المستثمرة في حالة صناديق الاستثمار ذات العائد الدوري من خلال المعادلة التالية:¹⁰

$$RI = \frac{\{ (V1-V0)+D \}}{V0} \times 100$$

RI: معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق/ الوثيقة، V1: قيمة الاستثمار في الصندوق/ الوثيقة في نهاية الفترة، V0: قيمة الاستثمار في الصندوق/ الوثيقة في بداية الفترة، D: قيمة التوزيعات

2- **عائد الاستثمار في صناديق الاستثمار التراكمي ذات العائد الرأسمالي.** بالنسبة للصناديق الخاصة بالنمو الرأسمالي التراكمي لا يؤخذ عنصر التوزيعات عند تقدير عائد الاستثمار، ويتم تقدير معدل عائد الاستثمار كما يلي:

$$RI = \frac{(V1-V0)}{V0} \times 100$$

ولكن يؤخذ على نموذج العائد على الأموال المستثمرة عند تقييم أداء الصندوق بأنه لا يأخذ في الاعتبار عنصر المخاطر المصاحبة للاستثمار فقد يحقق صندوق معدل عائد الأموال المستثمرة أعلى ولكن عند مستوى من المخاطر المرتفعة عند مستوى من المخاطر المرتفعة عن مستوى متوسط مخاطر صناديق الاستثمار في السوق، ولذلك ظهرت النماذج الأخرى نموذج ترينور- نماذج شارب... الخ، لتأخذ في الاعتبار المخاطر المصاحبة لاستثمارات الصندوق.

ب- **نموذج ترينور:**¹¹ يعد من النماذج الشهيرة المستخدمة في تقييم الأداء لصناديق الاستثمار والتي تأخذ في الاعتبار عنصر العائد وعنصر المخاطر معا. فالصندوق الذي يحقق عائدا أعلى من الصناديق المماثلة قد يكون مرتبط بمسئول أكبر من المخاطر. حيث يتم تقسيم مخاطر السوق إلى نوعين:

أ- مخاطر منتظمة: تلك المخاطر التي تصيب السوق المالي ولا يمكن تجنبها، فجميع المؤسسات والشركات العامة بالسوق تتعرض لتلك المخاطر، مثل مخاطر التضخم والتقلبات في أسعار الفائدة والتأثيرات العكسية من إفرازات العولمة المالية... الخ.

ب- مخاطر غير منتظمة: تلك المخاطر التي تصيب بعض المنشآت ولذلك يمكن تجنبها والتخلص منها من خلال قيام الإدارة الرشيدة بالتنوع في الاستثمارات، بحيث أن يؤدي هذا التنوع إلى تحقيق معاملات ارتباط سالبة بين عوائد الاستثمارات.

وقد ركز ترينور عند تقييم أداء صناديق الاستثمار على المخاطر المنتظمة التي تصيب جميع وحدات السوق، واستخدام ترينور المعادلة التالية لقياس كفاءة الصندوق.

$$RI = \frac{(Vc-Vr)}{B} \times 100$$

حيث أن: Vc: معدل العائد على الاستثمار بالصندوق، Vr: معدل العائد الخالي من المخاطر، B: معامل بيتا، مقياس للمخاطر المنتظمة.

ج- **نموذج شارب: Sharpe Model:** يقوم نموذج شارب عند تقييم أداء صناديق الاستثمار على أساس الاعتماد على نموذج تسعير الأصل الرأسمالي Capital Asset Price Model (CAPM)، وفي نموذج شارب يتم الاعتماد على

المخاطر الكلية لمحفظه الاستثمار في الصندوق وليس المخاطر المنتظمة فقط كما في نموذج ترينور.

ويتم قياس أداء الصناديق الاستثمارية من خلال المعادلة التالية:¹²

$$RI = \frac{(Vc-Vr)}{\delta} \times 100$$

حيث أن δ : الانحراف المعياري والذي يعبر عن المخاطر الكلية لاستثمارات المحفظة ومن الملاحظ أن معادلة ترينور عند قياس أداء صناديق الاستثمار لا يختلف عن معادلة شارب سوى في مقام المعادلة.

* - استخدام أساليب النسب والمؤشرات المالية:¹³ يمكن إجراء التحليل المالي لنسب ومؤشرات مالية لقياس عدة مجالات:

تحليل السيولة- تحليل المديونية - تحليل الربحية- تحليل أنشطة الاستثمار بالصندوق... إلخ.

ومن أهم النسب والمؤشرات التي يمكن استخدامها لتقييم أداء صناديق الاستثمار مايلي:

- نسبة التغير في القيمة السوقية للوثيقة في نهاية الفترة إلى القيمة الاسمية للوثيقة.

- معدل دوران الأموال المستثمرة في الصندوق

- نسبة الاستثمار في الأوراق المالية إلى أصول الصندوق

- نسبة ربحية الإيرادات

- نسبة عائد استثمارات الأوراق المالية إلى إجمالي الإيرادات بالصندوق

- نسبة المديونية

- نسبة الاستثمار في السندات

- أرباح/خسائر التعامل في الأوراق المالية

ويوجد العديد من النسب والمؤشرات الأخرى التي يمكن استخدامها عن تقييم

أداء صناديق الاستثمار، حيث اكتفينا بهذه النسب التي تعتبر الأقرب والأدق عند قياس أداء الصندوق.

تقييم أداء الصناديق باستخدام النسب المالية: مع دراسة التحليل المالي لصندوق البنك الأهلي المصري الأول (ذو العائد الدوري و التراكمي)

* - **نيذة عن الصندوق البنك الأهلي المصري**

يقصد بالصندوق " صندوق استثمار البنك الأهلي المصري" ويتمثل نشاطه

في الاستثمار الجماعي، أنشأه البنك الأهلي المصري وذلك وفقا لأحكام قانون سوق

المال رقم 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية وبموجب موافقة البنك المركزي

المصري المؤرخة 1993/7/14 وموافقة الهيئة العامة لسوق المال الصادرة

بتاريخ 1993/12/26 لمباشرة هذا النشاط.

وهدف الصندوق هو الاستثمار في محفظة متنوعة من الأوراق المالية من أسهم وسندات وأذونات خزائنة محلية وعالمية تدار بمعرفة خبراء متخصصين، وهو من الصناديق المفتوحة المتوازنة وحجم الصندوق المالي يقدر بمائة مليون جنيه، وكان تاريخ إصداره في سبتمبر 1994، والحد الأدنى للاشتراك وثيقة واحدة، وقد أصدر البنك 200 ألف ورقة، القيمة الاسمية للورقة 500 جنيه مصري، وحددت مدة الصندوق 25 سنة منذ تأسيسه.

** - أساليب التقييم:

أولاً : مقارنة أداء الصندوق في السنتين مختلفين:¹⁴ صندوق استثمار ذو العائد الدوري التراكمي

الجدول رقم (01): قائمة المركز المالي في 2008/12/31 (القيمة بالألف جنيه مصري)

2009/12/31	2008/12/31	البيان
		الأصول
3795546	3566671	نقدية ودائع لدى البنك
-	-	أذون وشهادات لدى البنك المركزي
73801691	60265545	أسهم محلية
80981	80981	أوراق حكومية
10633297	10805895	أوراق مالية أخرى
20661087	12007968	وثائق صناديق استثمار أخرى
677585	845479	حسابات مدينة أخرى
109650187	87572539	مجموع الأصول المتداولة
311099	347750	مجموع الالتزامات المتداولة
109339088	87224789	صافي أصول الصندوق
3023717	2956924	عدد الوثائق القائمة
36.16	29.5	صافي قيمة الوثيقة جم

المصدر: جريدة الأهرام عدد يوم 2009/12/31

الجدول (02): قائمة الدخل في 2008/12/31

2009/12/31	2008/12/31	البيان
3987598	7003183	عائد استثمار في أوراق مالية
6764	1180375	فوائد بنكية
36651	424900	موازنة تقلبات الأسعار
368191	0	أرباح استرداد وثائق الصناديق الأخرى
12832194	0	الزيادة الفعلية في القيمة السوقية للأوراق المالية*

84754	0	الزيادة الفعلية في القيمة السوقية لوثائق الاستثمار لدى البنوك*
3958997	6825630	صافي أرباح بيع أوراق المالية*
45	0	فروق تقييم عملة أجنبية*
0	25000	إيرادات متنوعة
21275194	15459088	إجمالي إيرادات النشاط المصرفيات
252598	108525	مصرفيات تسويق وإعلان
739878	1007406	مصرفيات إدارية وعمومية
8126	10100978	النقص الفعلي في القيمة السوقية للأوراق المالية
10348	54800	النقص الفعلي في القيمة السوقية لوثائق الصناديق لدى البنوك
1010950	11272267	إجمالي المصرفيات
20264244	4186821	صافي الربح

المصدر: جريدة الأهرام عدد يوم 2009/12/31

* تقييم أداء صندوق استثمار: وذلك باستخدام بعض النسب المالية، وتتم المقارنة لأداء الصندوق باستخدام البيانات المنشورة للمركز المالي وقائمة الدخل للصندوق في عامي 2008-2009.¹⁵

** حساب النسب المالية للصندوق:
 1- نسبة التغير في قيمة الوثيقة =

$$\frac{\text{القيمة السوقية للوثيقة} - \text{القيمة الاسمية للوثيقة}}{\text{القيمة الاسمية للوثيقة}} \times 100$$

في عام 2008 = $\frac{10 - 29.5}{10} \times 100 = 195\%$

في عام 2009 = $\frac{10 - 36.16}{10} \times 100 = 261.6\%$

2- معدل دوران الأموال المستثمرة في الصندوق =
 إجمالي الإيرادات

$$100 \times \frac{\text{مجم أصول الصندوق}}{\text{إجمالي الإيرادات}}$$

في عام 2008 = $100 \times \frac{15459088}{87574539} = 17.65$ مرة

$$\text{في عام 2009} = 100 \times \frac{21275194}{109650187} = 19.40 \text{ مرة}$$

3- نسبة ربحية الأوراق المالية:

$$100 \times \frac{\text{صافي الأرباح من الأوراق المالية}}{\text{إجمالي إيرادات النشاط}}$$

$$\text{في عام 2008} = 100 \times \frac{4186821}{15449088} = 27.10\%$$

$$\text{في عام 2009} = 100 \times \frac{20264244}{21275194} = 95.25\%$$

4- نسبة عائدات الاستثمار في الأوراق المالية إلى إجمالي إيرادات الصندوق
عائدات استثمار أ.م

$$100 \times \frac{\text{مج الإيرادات}}{\text{عائدات استثمار أ.م}}$$

$$\text{في عام 2008} = 100 \times \frac{7003183}{15459088} = 45.3\%$$

$$\text{في عام 2009} = 100 \times \frac{3987598}{21275194} = 18.74\%$$

5- نسبة الزيادة الفعلية في القيمة السوقية للأوراق المالية
الزيادة الفعلية في القيمة السوقية
100 × $\frac{\text{مج الإيرادات}}{\text{مج الإيرادات}}$

في عام 2008 = صفر

$$\text{في عام 2009} = 100 \times \frac{12832194}{21275194} = 60.31\%$$

6- نسبة التغير في الإيرادات:

$$100 \times \frac{\text{إيرادات السنة الحالية} - \text{إيرادات السنة السابقة}}{\text{إيرادات السنة السابقة}}$$

في عام 2008 = صفر

$$\text{في عام 2009} = 100 \times \frac{15459088 - 21275194}{15459088} = 37.62\%$$

7- نسبة الاستثمار في الأسهم المحلية

$$100 \times \frac{\text{قيمة الأسهم المحلية}}{\text{مج الأصول المتداولة}} =$$
$$\%68.82 = 100 \times \frac{60265545}{87572539} = \text{في عام 2008}$$

$$\%67.31 = 100 \times \frac{73801691}{109650187} = \text{في عام 2009}$$

8- نسبة الاستثمارات في الأوراق المالية ذات العائد الثابت (الاستثمارات في السندات)

$$100 \times \frac{\text{مج استثمارات في السندات}}{\text{مج الأصول المتداولة}} =$$
$$\%0.092 = 100 \times \frac{80981}{87572539} = \text{في عام 2008}$$

$$\%0.074 = 100 \times \frac{80981}{109650187} = \text{في عام 2009}$$

9- نسبة المديونية

$$100 \times \frac{\text{مج الالتزامات}}{\text{مج الأصول}} =$$

$$\%0.397 = 100 \times \frac{347750}{87572539} = \text{في عام 2008}$$

$$\%0.284 = 100 \times \frac{311099}{109650187} = \text{في عام 2009}$$

10- نسبة الاستثمار في الودائع

$$100 \times \frac{\text{مج النقدية والودائع بالبنوك}}{\text{مج الأصول المتداولة}} =$$

$$\text{في عام 2008} = 100 \times \frac{3566671}{87572539} = 4.072\%$$

$$\text{في عام 2009} = 100 \times \frac{3795546}{109650187} = 3.461\%$$

11- نسبة صافي الربح إلى إجمالي الإيرادات

$$= 100 \times \frac{\text{صافي الأرباح/ الخسائر}}{\text{مج الإيرادات}}$$

$$\text{في عام 2008} = 100 \times \frac{4186821}{15459088} = 27.083\%$$

$$\text{في عام 2009} = 100 \times \frac{202264244}{21275194} = 950.74\%$$

12- نسبة الاستثمار في وثائق صناديق أخرى

$$= 100 \times \frac{\text{وثائق الصناديق الأخرى}}{\text{مج الأصول المتداولة}}$$

$$\text{في عام 2008} = 100 \times \frac{12007968}{87572539} = 13.71\%$$

$$\text{في عام 2009} = 100 \times \frac{20661087}{109650187} = 18.84\%$$

13- نسبة الاستثمار في وثائق صناديق أخرى

$$= 100 \times \frac{\text{أوراق مالية أخرى}}{\text{مج الأصول المتداولة}}$$

$$\text{في عام 2008} = 100 \times \frac{10805895}{87572539} = 12.34\%$$

$$\% 9.70 = 100 \times \frac{20661087}{109650187} = \text{في عام 2009}$$

14- نسبة أرباح / خسائر بيع الأوراق المالية

$$100 \times \frac{\text{أرباح / خسائر بيع الأوراق المالية}}{\text{مج الإيرادات}}$$

$$\% 44.15 = 100 \times \frac{6825630}{15459088} = \text{في عام 2008}$$

$$\% 18.52 = 100 \times \frac{3940253}{21275194} = \text{في عام 2009}$$

الجدول رقم (03): ملخص النتائج

البيان	2008/12/31	2009/12/31	الفرق/100
1- نسبة التغير في قيمة الوثيقة	195	261.6	% 0.66
2- معدل دوران الأموال المستثمرة في الصندوق	17.65 مرة	19.40 مرة	1.75 مرة
3- نسبة ربحية الأوراق المالية	27.10	95.25	68.15
4- نسبة عائدات الاستثمار في الأوراق المالية	45.3	18.74	% 26.56-
5- نسبة التغير في الإيرادات	0	37.62	% 37.62
6- نسبة الزيادة الفعلية في القيمة السوقية للأوراق المالية	0	60.31	% 60.31
7- نسبة الاستثمار في الأسهم المحلية	68.82	67.31	% 1.51-
8- نسبة الاستثمارات في الأوراق المالية ذات العائد الثابت	0.092	0.738	0.646

9- نسبة المديونية	0.397	0.284	0.113 - %
10- نسبة الاستثمار في الودائع	4.072	3.461	0.611- %
11- نسبة صافي الربح إلى إجمالي الإيرادات	27.08	950.74	923.66 %
12- نسبة الاستثمار في وثائق صناديق أخرى	13.71	18.84	5.13 %
13- نسبة الاستثمار في أوراق مالية أخرى	12.34	9.70	2.64 - %
14- نسبة أرباح / خسائر بيع الأوراق المالية	44.15	18.52	25.63 - %

المصدر: من إعداد الباحث

تحليل النتائج

يلاحظ أن مدير الاستثمار بالصندوق لم يحدث تغيرات كبيرة بالصندوق حيث انه : لم يحدث تغير في استثمارات في الأوراق ذات العائد الثابت و كذلك تغير طفيف في الاستثمار في الودائع الثابتة بنسبة 0.646 ، إن معظم الأرباح التي حققها الصندوق كانت نتيجة الزيادة الفعلية في القيمة السوقية للأوراق المالية حيث زادت بنسبة 0.66% هذا نتيجة القرارات السليمة التي اتخذها مدير الصندوق بشأن تكوين محفظة الأوراق المالية للصندوق و كذلك زيادة الاستثمارات في وثائق الصناديق الأخرى و ترتب على التغييرات السابقة في مكونات المحفظة ما يلي:

- تحسنت ربحية الجنية للإيرادات بنسبة 68% في سنة 2009 ويرجع السبب إرتفاع الجنيه مقابل العملات الرئيسية، مما أدى إلى:
- زيادة القيمة السوقية للأوراق المالية بنسبة 66% في سنة 2009 يرجع إلى التنوع الجيد المتواجد في محفظة الأوراق المالية مقارنة بسنة 2008
- تحسن كبير في الإيرادات بنسبة 37.6% في سنة 2009 مقارنة بـ 2008 التي كانت معدومة.
- قلة ربحية بيع الأوراق المالية من 44.15% سنة 2008 إلى 18.52% سنة 2009، حيث يرجع السبب إلى زيادة القيمة السوقية للأوراق المالية بـ 60.31%.

- تحسن معدل دوران الأموال المستثمرة بما يعادل 1.75 مرة الأمر الذي أدى إلى حدوث تحسن كبير في القيمة السوقية بالنسبة للقيمة الاسمية للوثيقة حيث ارتفعت من 29.5 ج إلى 36.16 ج بنسبة تحسین 67% تقريبا مما يشير إلى نجاح و كفاءة و فعالية القرارات التي اتخذها مدير الاستثمار و التي أدت إلى تحقيق نتائج إيجابية لها و تحسین مستوى أدائها.

الخاتمة

جاءت هذه الدراسة محاولة للتعرف على تقييم أداء صناديق الاستثمار من خلال النسب المالية، كإحدى الآليات الحديثة والمهمة لإضفاء الشفافية أكثر، من خلال العوائد التي تأتي من الاستثمار في الأوراق المالية في خضم الإدارة المحترفة في صناديق الاستثمار، من أجل جذب مدخرات الأفراد والمؤسسات للمساهمة في عملية التنمية، ومن خلال هذا البحث وصلنا إلى أن صناديق الاستثمار تعتبر من الآليات الأكثر نجاعة في تحريك سوق الأوراق المالية من خلال الخبرة المتوفرة لدى خبراء الصندوق في تشكيل توليفة من الأسهم والسندات تكون عوائدها أكبر ومخاطرها أقل ما يمكن.

كذلك بالنظر إلى عدم قدرة العميل على التعرف على ظروف السوق، ووضع الصكوك والشركات المتواجدة في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى عدم إلمامه بالعوامل التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية، تقوم صناديق الاستثمار بمعالجة عبر المدخر العادي عن استثمار مدخراته في الأوراق المالية، ومن هنا يستطيع المدخر والذي أصبح الآن مستثمر بتحديد صناديق الاستثمار التي تناسب توجههم، بالاعتماد على مضمون التقارير المالية المنشورة عن هذه الصناديق، حيث يهتمون مثلاً بصافي الدخل كونه يعبر عن ربحية الصندوق والتي تسهم في زيادة الثروة الشخصية للمساهمين. كما يستطيع المستثمر من تقييم المخاطر من خلال هذه التقارير والنسب والمؤشرات المالية المنشورة. وهكذا فالمستثمر عند إطلاع على التقارير المالية لصناديق الاستثمار سيجد عدة قوائم ونسب مالية. لا بد أن يحدد ترتيب أولي لأهمية هذه النسب وما تعكسه من معلومات تفيد في اتخاذ قراره الاستثماري، ويستطيع أيضاً أن يقابل ويقارن المعلومات الموجودة في بداية التقرير المالي مع الجداول المتضمنة داخله، ويقوم المستثمر كذلك بمقارنة نتائج الأعمال الحالية مع الفترات السابقة ويحلل توجهات إدارة الصندوق وسياساتها المختلفة في ظل متغيرات السوق المؤثرة على نشاط الشركة (الصندوق) موضوع الدراسة. كذلك يستطيع بناء توقعاته في المستقبل القريب والبعيد.

الهوامش

- 1- إياس غانم، صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية ودورها في التنمية، رسالة ماجستير في كلية الاقتصاد، بجامعة دمشق، 2009، ص: 07
- (*) تأسست بورصة الأوراق المالية عام 1903 في الإسكندرية وبعدها بعام في القاهرة 1904 لتكونا معا من أقدم البورصات في الشرق الأوسط.
- 2 - غادة إبراهيم نور الدين، دور صناديق الاستثمار في توجيه الاستثمارات في سوق الأوراق المالية في مصر في ظل آليات السوق (دراسة مقارنة)، أطروحة دكتوراة في الاقتصاد، جامعة عين شمس، 2007، ص: 132
- 3 - Frank K. Rely, Investment Analysis and profolio Management , Verginia: The Dyron Press, 1994, P 944
- 4 - منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، ط1، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1995، ص: 40-45
- 5 - عبد الغفار حنفي، البورصات-أسهم-سندات-صناديق الاستثمار، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2003، ص: 298

- 6 - خالد بن علي ثويني الثنيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية، الواقع والآثار، أطروحة دكتوراه، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة أم القرى، شعبة الاقتصاد الإسلامي، 2005، ص: 26
- 7 - أماني عبد العزيز سندي، دور المراجعة في تحسين كفاءة وفاعلية أداء صناديق الاستثمار، رسالة ماجستير، جامعة الملك عبد العزيز بجدة، 2003، ص: 27
- 8 - حسن حافظ، تقييم سياسات الاستثمار لصناديق الاستثمار في البنوك المصرية، رسالة دكتوراه، جامعة عين شمس، القاهرة، 2000، ص: 55-58
- 9 - William F. Sharpe & al ; Fundamentals of Investments », 3rd. ed. (New jersey: prentice-Hall, 2001, P: 255
- 10 - محمد عنتر أحمد، الإدارة المالية والاستثمار، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 2009، ص: 185
- 11 - محمد عنتر أحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 187
- 12 - Charles P. Jones, « Investments ; Analysis & Management » , 7th ed, (N.Y. : John Wiley & Sons, Inc, 2000.p: 387
- 13 - محمد عنتر أحمد، مرجع سبق ذكره، 192
- 14 - التقرير السنوي للبنك الأهلي المصري، ملخص نتائج صناديق الاستثمار في البنك الأهلي، 2008، ص: 10-
- 15 - جريدة الأهرام اليومية، 2009/12/31