مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة التجربة المصرية
اسم الكاتب: د. ياسر بوحسون، شادي زهرة
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/4181
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 08:26 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية – ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (31) العدد (4)2009
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (31) No. (4) 2009

صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة التجربة المصرية

الدكتور ياسر بوحسون*
شادي زهرة**

(تاريخ الإيداع 1 / 2 / 2009. قُبِل للنشر في 2/ 6 /2009)

□ ملخّص □

يتناول هذا البحث بالدراسة والتحليل مسألة صناديق الاستثمار ودورها في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية. ويتطرق البحث للأساس النظري لصناديق الاستثمار، أنواعها المختلفة، نشأتها، أهدافها، مميزاتها، والعلاقة بينها وبين المؤسسات المالية.

ثم يدرس البحث صناديق الاستثمار في مصر، ولادتها، أنواعها، الهدف منها، ومن ثم تقييم أدائها.

يخلص البحث إلى مجموعة من النتائج والاقتراحات التي تهدف إلى تقديم نصائح مفيدة تساهم بشكل جيد عند إقامة سوق مالية وصناديق استثمار في سورية.

الكلمات المفتاحية: صندوق الاستثمار– صناديق النمو– صناديق الدخل– صناديق النمو الدخل.

* أستاذ مساعد . جامعة دمشق . كلية الاقتصاد . قسم المصارف والتامين . دمشق . سورية.
** طالب دراسات عليا (دكتوراه) . كلية الاقتصاد . قسم الاقتصاد والتخطيط . جامعة دمشق . دمشق . سورية.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (31) العدد (4)2009
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (31) No. (4) 2009

Investment Funds and Their Role in Increasing The Investment in Stock Exchange A Study of The Egyptian Experiment

Dr. Yasser Bohassoun[*]
Shadi Zahrah[**]

(Received 1 / 2 / 2009. Accepted 2 / 6 /2009)

□ ABSTRACT □

The research studies and analyzes the issue of investment funds and its role in increasing the investment in stock exchange.

This research shows the theoretical basis of investment funds, their different kinds, their early life, their targets, their features and the relationship between the investment funds and financial organizations.

Then the research studies the investment funds in Egypt, their birth, their kinds, their targets, then evaluates the performance of Egyptian investment funds.

The research ends to some results and suggestions that aim to give useful advices which contribute well when making financial market and investment funds in Syria.

Key words: investment fund, Growth Funds, Income Funds, Income-Growth Funds.

[*]**Assistant Professor, Faculty of Economics, Department of Banking and Insurance, Damascus University, Damascus, Syria.**
[**] **Postgraduate Student, Faculty of Economics, Department of Economy and Planning, Damascus University, Damascus, Syria.**

مقدّمة:

عادة ما يُنصح المستثمر الذي يمتلك مدخرات محدودة، بأن لا يستثمرها في أوراق مالية، نظراً لاحتمال عدم كفاية تلك المدخرات لشراء تشكيلة من تلك الأوراق، يكون من شأنها تخفيض حجم المخاطر التي قد تتعرض لها مدخراته. وعليه لا ينبغي على المستثمر أن يوجه مدخراته لشراء ورقة مالية واحدة (الأسهم أو السندات التي تصدرها منشأة معينة) بل عليه شراء تشكيلة من الأوراق تصدرها عدد من المنشآت، لكي يتحقق له القدر من التنويع الذي يوفر له حماية مناسبة ضد تقلب القيمة السوقية لمكونات تلك التشكيلة. وهذا ما يعبر عنه بالقول بألا يضع المرء كل ما يملكه من بيض في سلة واحدة، أو ما يعبر عنه بسياسة التنويع.

مثل هذا التنويع قد يصعب على صغار المدخرين تحقيقه نتيجةً لصغر حجم مدخراتهم وعدم كفايتها لشراء التشكيلة الملائمة من الأوراق المالية. فمثلاً لنفترض أن سعر السهم العادي في رأس المال إحدى المنشآت 500 ليرة للسهم الواحد، هذا يعني أن شراء كمية قوامها 10 سهم سوف يكلف المستثمر 5000 ليرة وإذا ما التزم المستثمر بسياسة التنويع التي تقتضي ضرورة الاستثمار في عشرة منشآت تقريباً، فإن هذا يعني ضرورة توافر موارد مالية قدرها 50000 ليرة وذلك بفرض أن القيمة السوقية لأسهم تلك المنشآت هي 500 ليرة للسهم الواحد. وإذا ما أُضيف إلى ذلك تكلفة المعاملات، يصبح المبلغ المطلوب كبيراً نسبياً من وجهة نظر الكثير من المستثمرين في كثير من الدول ومنها سوريا.

ولا يُعدُّ صغر حجم المدخرات السبب الوحيد لإحجام المستثمرين عن الاستثمار المباشر في الأوراق المالية. فهناك مستثمرين تتوافر لديهم موارد مالية وفيرة تمكنهم من شراء تشكيلة مناسبة من الأوراق المالية، إلا أنهم يحجمون عن ذلك إما لعدم توافر الخبرة والمعرفة لإدارة مثل هذه التشكيلة، أو لعدم توافر الوقت الكافي لديهم[1]. ولتلبية احتياجات هؤلاء المستثمرين أنشئت شركات متخصصة في بناء وإدارة تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية أو ما يطلق عليه بالمحافظ العامة Public Portfolios أو صناديق الاستثمار، تتيح لهم شراء عدد من الحصص في تلك المحافظ، بما يتناسب مع ما يتوافر لديهم من موارد مالية.

مشكلة البحث:

إن المشكلة الأساسية التي يتناولها البحث هي أن إقامة سوق للأوراق المالية لا يؤدي بالضرورة إلى تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية وذلك للأسباب الآتية:

- يمتنع الأفراد عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية بوصفها نتيجة لعدم توافر الخبرة الضرورية للاستثمار الآمن في الأوراق المالية.
- يمتنع الأفراد عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية لعدم حيازتهم على الأموال الكافية لتشكيل محفظة الأوراق المالية الخاصة بهم والتي تقلل من المخاطر التي يتعرض المستثمر.
- قد تشكل العمولات التي يدفعها كل من بائع الأوراق المالية ومشتريها عائقاً يمنع إتمام الصفقات وخصوصا عندما يكون عدد الأوراق المالية محل الصفقة قليلاً.

أهمية البحث وأهدافه:

توجد مجموعة من الدراسات والبحوث التي تناولت الأسواق المالية وصناديق الاستثمار وأثر الصناديق في سوق الأوراق المالية وقد استفدت من هذه المراجع في إعداد مشروع البحث من ناحيتين: من ناحية المنهجية ومن ناحية الأفكار التي طرحتها؛ إذ إن التعمق في دراسة هذه المراجع يقودنا لفهمٍ أفضل لمفهوم صناديق الاستثمار، ولكن نجد أن

معظم المراجع المذكورة يغلب عليها الطابع النظري في دراسة صناديق الاستثمار، ونجد عدم كثرة الدارسات التي تتناول تجارب صناديق الاستثمار في دول معينة ومن هنا تأتي أهمية هذا البحث في دراسة تجربة صناديق الاستثمار في مصر، ويأتي اختيارنا لمصر بوصفها بلداً عربياً يتشابه في عاداته الاجتماعية مع عادتنا، فضلاً عن أن هذا البلد شهد في السنوات الأخيرة تحولات جذرية في السياسة الاقتصادية في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي تتبناه الدولة لتحرير الاقتصاد وترك آليات السوق تحكم سلوك المستثمرين والمدخرين، ونجد أن هناك توجهاً مشابهاً إلى حدٍّ ما في سوريا. ومن هنا تأتي أهمية هذا البحث ومبرراته من كون هذه الدراسة لم تلاقِ ما تستحقه من البحث في سوريا. وانطلاقاً من ذلك فإن البحث يهدف لما يأتي:

- التعرف على صناديق الاستثمار.
- التعرف على مزايا صناديق الاستثمار.
- دراسة تجربة صناديق الاستثمار في مصر.

فرضيات البحث:

تنطلق الدراسة من الفرضيات الآتية:

- عدم توفر الخبرة للاستثمار في الأسهم والسندات والصناديق الاستثمارية.
- عدم وجود المناخ الاستثماري الكلي والمناسب للاستثمار في سوريا.

منهجية البحث:

سيعتمد البحث على المنهج النظري في دراسة ماهية صناديق الاستثمار ثم سنتعمد على المنهج الإحصائي والمنهج الوصفي التحليلي عند دراستنا للتجربة المصرية.

صناديق الاستثمار

تندرج صناديق الاستثمار تحت مجموعة الوسطاء الماليين وذلك لكونها مؤسسات مالية تقوم بإصدار وبيع أصول مالية تسمى وثائق الاستثمار. كأدوات استثمارية أكثر جاذبية من ناحية السيولة والمخاطر وتكاليف المعاملات . ثم استخدام المتحصلات النقدية للاستثمار في محفظة من الأوراق المالية المحلية والعالمية، لذلك فصناديق الاستثمار ما هي إلا محافظ عامة Public Portfolios تعرض وثائقها لصغار وكبار المدخرين على حد سواء، ولحامل الوثيقة حصة نسبية في ملكية صافي أصول الصندوق تُحدد بنسبة عدد الوثائق التي يمتلكها إلى إجمالي عدد الوثائق المصدرة[2]. وهناك عدة تعاريف لصناديق الاستثمار منها:

- الصندوق أحد الأدوات المالية التي تستهدف تجميع المدخرات لاستثمارها في الأوراق المالية.
- صناديق الاستثمار هي إحدى مؤسسات الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية من الأسهم والسندات والأذون والوحدات السهمية والوثائق والودائع المصرفية وغيرها[3].
- هي وسيلة لتأمين عمليات تمويل الاقتصاد القومي عن طريق ربط المدخرات القومية بأسواق المال بما يحقق مصلحة المستثمرين[4].

ويعرفها الباحث بأنها شكل من أشكال الشركات المساهمة تقوم بتجميع مدخرات الأفراد أو المؤسسات ووضعها تحت تصرف إدارة مختصة بهدف استثمارها بكفاءة بما يعود بنفع أكبر على المدخرين مما لو قاموا باستثمارها بأنفسهم.

نشأة صناديق الاستثمار[5]: نشأت صناديق الاستثمار نتيجة لظهور شركات الاستثمار التي بدأت في مطلع القرن التاسع عشر في هولندا ومنها انتقل المفهوم إلى فرنسا ثم بريطانيا، وفي البداية كانت شركات الاستثمار

البريطانية ذات رؤوس أموال محدودة Closed end وظلت على هذه الحال حتى عام 1930 عندما بدأت شركات الاستثمار تأخذ شكلاً آخر هو أقرب إلى ما يسمى بصناديق الاستثمار فكانت بداية ظهور هذه الشركات من ذوات رؤوس أموال غير محددة Open End أما في أمريكا فكانت بداية ظهور هذه الشركات بعد الحرب العالمية الأولى وكان الهدف منها توجيه تدفق رؤوس الأموال نحو الاستثمارات الأجنبية، ومرت هذه الشركات بعدة مراحل إلى أن بدأت صناديق الاستثمار بالانتشار عام 1940 وتم تنظيم التعامل في هذه الصناديق عن طريق سوق الأوراق المالية.

يطلق على صناديق الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية اسم MUTAL FUNDS أي صناديق استثمار مشتركة، إما في أوربا وخاصة في إنكلترا فتسمى UNIT TRUSTS أي صناديق ائتمان.

أنواع صناديق الاستثمار: تقسم صناديق الاستثمار إلى فئات CATEGORIES طبقا لمعايير مختلفة. نذكر فيما يلي أهم هذه الفئات:

❖ **تصنيف صناديق الاستثمار حسب تداول وثائقها[6]:**

صناديق الاستثمار المغلقة Closed-End Fund: يكون رأس مال الصندوق ثابتاً وعليه تصدر عدداً ثابتاً من وثائق الاستثمار يتم التعامل عليه بين المستثمرين من خلال بورصة الأوراق المالية شأنها في ذلك شان الأوراق المالية الأخرى، وتتحدد قيمة وثيقة الاستثمار في ضوء قوى العرض والطلب.

صناديق الاستثمار المفتوحة Open-End Fund: حيث سُميت بالصناديق المفتوحة، لأن حجم الأموال المستثمرة في الصندوق غير محدد، وبالتالي تستطيع إصدار وبيع المزيد من الأسهم، كما يكون الصندوق على أتم الاستعداد لشراء الأسهم التي أصدرها، من المستثمرين، أو إصدار المزيد من الأسهم طالما إنه سيحصل على أتعابه على أساس القيمة الكلية للأموال المستثمر في الصندوق.

الاختلافات بين صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة:

▪ تتميز صناديق الاستثمار المغلقة بثبات هيكل رأس المال على حين إن رأس مال الصناديق المفتوحة متغير بشكل مستمر.

تسجل شركات الاستثمار صناديق الاستثمار المغلقة بالبورصات كأية شركة عامة أخرى. ويتم بيع وشراء أسهمها عن طريق شركات سمسرة BROCKERAGE COMPANIES في حين لا يجوز تسجيل أسهم صناديق الاستثمار المفتوحة في البورصات، وبالتالي فإن التغيير في سعر وثيقة الاستثمار يمثل أحد مصادر الأرباح أو الخسائر للمستثمرين في الصندوق المغلق دون الصندوق المفتوح[7].

❖ **تصنف الصناديق وفقاً لمكونات التشكيلة:** إلى أربع مجموعات هي[8]:

صناديق الأسهم: Common Stock Funds وهي صناديق تشمل الأسهم العادية فقط ولكنها تختلف من حيث سمات هذه الأسهم، فهناك صناديق ترتكز على أسهم عادية تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من نمو معين. وهناك 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 هو إذا كان يرغب في الاستثمار في الأسهم أم لا. وإذا كانت الإجابة بنعم، حينئذٍ يقرر نوعية الأسهم التي يفضلها.

صناديق السندات: Bond Funds وهي صناديق تتكون من السندات فقط، وتختلف هذه الصناديق عن بعضها من حيث السندات التي تتضمنها حيث نجد صناديق تتكون من سندات تصدرها منشآت الأعمال وبعض السندات التي تصدرها الحكومة بحيث تخدم فئة معينة من المستثمرين[9].

الصناديق المتوازنة: Balanced Funds أو ما يعرف بالصناديق المنوعة، وذلك لأنها تتكون من مزيج من الأسهم العادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت محدد مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال والسندات القابلة للتحويل إلى عادية[10] ، وتختلف نسبة الأسهم العادية فيها باختلاف الأهداف المحددة للصندوق. حيث تزداد نسبة الأسهم العادية عندما يكون الهدف تحقيق عائد مرتفع نسبياً مع الرغبة في تحمل مخاطر متوسطة نسبياً. أما عندما يكون الهدف الأساسي هو تخفيض درجة الخطر التي يتحملها المستثمر فتزداد نسبة الأوراق المالية ذات العائد الثابت[11] ، وذلك على حساب الاستثمار في الأسهم العادية.

صناديق سوق النقد: Money Market Funds وهي تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل، التي عادةً ما تُتداول في سوق النقد وراق (أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، شهادات الاستثمار، الكمبيالات المصرفية). وأهم ميزات هذه الصناديق أنها تلبي هدفي السيولة والأمان [12].

❖ **تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للأهداف المقررة:** يتم تحديد هدف صندوق الاستثمار بحيث يلبي رغبات واحتياجات فئة معينة من المستثمرين، مما يدفعهم إلى الاستثمار فيه، ويتم تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لأهدافها إلى[13]:

1. صناديق النمو: Growth Funds تهدف إدارة صناديق النمو إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق، وعلى هذا الأساس تضم هذه الصناديق أسهماً عادية للمنشآت التابعة لصناعات تتسم بدرجة عالية من النمو، أو منشآت تظهر سجلاتها نمواً مضطرداً في المبيعات والأرباح المحتجزة التي تنعكس آثارها على القيمة السوقية للسهم أي على نمو الأموال المستثمرة.

صناديق الدخل:Income Funds تناسب صناديق الدخل اؤلئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم لتغطية نفقات معيشتهم. لذا عادةً ما تشتمل التشكيلة على سندات وأسهم منشآت كبيرة ومستقرة والتي توزع الجزء الأكبر من الأرباح المتولدة. مثل هؤلاء المستثمرين لا يخضعون للضريبة على الإطلاق، وهو ما يعني عدم اهتمامهم بالفرق بين معدل الضريبة على التوزيعات والفوائد ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية.

صناديق الدخل والنمو:Income-Growth Funds تستهدف هذه الصناديق فئة المستثمرين الذين يعتمدون وبشكل جزئي على عائد استثماراتهم لتغطية نفقات معيشتهم، كما يرغبون في الوقت نفسه في تحقيق قدر معين من النمو المتزايد لاستثماراتهم، وتتكون هذه الصناديق عادةً من تشكيلة من الأسهم العادية والأوراق المالية ذات الدخل الثابت ومن الجدير بالذكر أنه قد تُعطى الأولوية لأحد الأهداف على حساب الآخر، ويمكن التمييز بين صناديق الدخل والنمو Income-Growth التي تعطى فيها الأولوية لهدف الدخل، وصناديق النمو والدخل Growth-Income التي تُعطى فيها الأولوية لهدف النمو.

صناديق الاستثمار المشتركة التي تستثمر في العملات CURRENCIES MUTUAL FUND: انتشر هذا النوع من صناديق الاستثمار المشتركة خلال السنوات الأخيرة، بعد أن ازداد التعامل بالعملات على نطاق عالمي. وتحدد النشرة الصادرة عن صندوق الاستثمار العملات التي يستثمر فيها، وعلية لا يجيز نظام الصندوق التعامل بأية عملات أخرى غير العملات المحددة في نشرته[14].

صناديق الاستثمار في المعادن الثمينة PRECIOUS METALLS MUTUAL FUNDS: نقصد بالمعادن الثمينة الذهب والفضة والبلاتين، تُوظف صناديق الاستثمار المشتركة المختصة بالمعادن الثمينة أموالها بسبائك من هذه المعادن أو بأسهم شركات إنتاجها وتسويقها، تتأثر أسعار أسهم هذه الصناديق بصورة أكيدة بتذبذب

أسعار الذهب وبقيمة المعادن الثمينة في البورصات، والتي تتغير بشكل حاد VOLATILE نتيجة لإحداث سياسية واقتصادية وعسكرية ونفسية[15].

صناديق الاستثمار في حالات خاصة SPECIAL SITUALITON MUTUAL FUNDS: هناك صناديق استثمار مشتركة متخصصة في الاستثمار في شركات مرشحةَ لأن تُبتلع من قبل شركة أخرى، وهو ما يسمى بالإنكليزية TAKEOVER أو مرشحةَ للاندماج MERGER مع شركةٍ أخرى. فبعض الشركات وبسبب موقف خاص SPECIAL SITUATION تمرّ به خلال فترة زمنية معينة تنخفض خلالها أسعار أسهمها في البورصة لحدٍّ كبير قد يصل إلى جزء من القيمة الدفترية BOOK VALUE لسهم الواحد. في هذه الحالة، والتي تعتبر خاصة، قد تسعى شركات أخرى من ذات القطاع لانتهاز فرصة انخفاض سعر سهم الشركة لابتلاعها [16].

مزايا صناديق الاستثمار:

تقدم صناديق الاستثمار مجموعة من المزايا التي من شأنها جذب صغار المستثمرين أو أصحاب الأموال الذين لا يتمتعون بالخبرة والدراية الكافية التي تمكنهم من استثمار أموالهم بأنفسهم وأهم هذه المزايا:

1. التنويع: تتضمن صناديق الاستثمار تشكيلة واسعة من الأوراق المالية لعدد كبير من الشركات والمنشآت، الأمر الذي يمكن قطاع عريض من المستثمرين من الاستثمار في هذه الصناديق حسب الأهداف الاستثمارية لكل منهم[17].

2. الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة: يقوم على إدارة صناديق الاستثمار مدراء مختصين ومحترفين في التعامل مع أسواق المال، وإنَّ توجه المستثمر لشراء وثائق الاستثمار من أحد الصناديق يتيح له الفرصة للاستفادة من خبرات هذه الإدارة وهو أمر يصعب أن يحققه صغار المستثمرين [18].

3. الملاءمة والمرونة: ففي صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يستطيع المستثمر تحويل استثماراته من صندوق لأخر مقابل رسوم ضئيلة، هذه المرونة من شأنها أن تقدم خدمة متميزة للمستثمرين في حال تغيرت أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن [19]. كما يستطيع المستثمر أن يبقي رأس المال المستثمر ويسحب فقط الدخل المتولد عنه، كما يستطيع أن يشتري أسهم شركات الاستثمار على دفعات.

4. تنشط حركة أسواق رأس المال[20]: في دول العالم الثالث التي اتجهت إلى إنشاء أسواق لرأس المال، تبدو الحاجة ملحة لأدوات استثمارية تسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق. وهنا تبدو أهمية الدور المتميز الذي يمكن أن تلعبه شركات الاستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك البلدان. فخاصية التنويع التي تتسم بها صناديق الاستثمار وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال وكذا المستمرين محدودي الموارد، لأن يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم شركات الاستثمار، التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال.

علاقة صناديق الاستثمار بالمؤسسات المالية:

المؤسسات المالية هي مؤسسات وسيطة تقوم بضخ المدخرات الفردية والمؤسسية والحكومية في قنوات الاستثمار والإقراض [21]. والجدول التالي يعرض العلاقات المتداخلة بين صناديق الاستثمار والمؤسسات المالية

الأخرى.

الجدول رقم (1) علاقة صناديق الاستثمار بالمؤسسات المالية

المؤسسات المالية	التفاعل مع صناديق الاستثمار
البنوك التجارية واتحادات الاستثمار والائتمان	*تستثمر صناديق أسواق النقد أموالها في شهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية التي تصدرها الشركات التابعة للبنوك. * تؤسس البنوك التجارية بعض صناديق الاستثمار. * تستثمر صناديق الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها البنوك.
شركات التمويل	* تستثمر صناديق أوراق النقد في الأوراق المالية التي تصدرها شركات التمويل. * تستثمر الصناديق في الأسهم والسندات التي تصدرها شركات التمويل.
شركات التأمين	* تستثمر الصناديق في الأسهم التي تصدرها شركات التأمين والعكس صحيح. * تقوم شركات التأمين بتسويق الأوراق المالية لصناديق الاستثمار. * تملك بعض شركات التأمين بعض صناديق الاستثمار مثل صندوق استثمار المجموعة العربية المصرية للتأمين.
صناديق المعاشات	* تستثمر صناديق المعاشات في وثائق صناديق الاستثمار لتحقيق التنويع اللازم لخفض تكلفة الصفقات.
شركات تداول الأوراق المالية	* تقوم شركات السمسرة بتسويق وتنفيذ عمليات صناديق الاستثمار. * يتم تنظيم بعض صناديق الاستثمار عن طريق شركات السمسرة. * تشترى صناديق الاستثمار الأوراق المالية عن طريق شركات السمسرة. * توفر شركات السمسرة الاستشارات الفنية لصناديق الاستثمار.

المصدر [22]

نشأة صناديق الاستثمار في مصر: أُستحدثت صناديق الاستثمار بموجب قانون سوق رأس المال رقم 95 لعام 1992، حيث أفرد لها المشرع فصلاً كاملاً (الفصل الثاني من الباب الثاني لصناديق الاستثمار المواد من 35 إلى 41)، حيث أنه من أهم إيجابيات هذا القانون هو خلق أدوات جديدة تعمل على تنشيط سوق المال في مصر وهي الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية حيث نصت المادة 27 من القانون المذكور على أنه يُقصد بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية التي تباشر نشاطاً أو أكثر مما يأتي:

1. ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية.
2. الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.
3. المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.
4. تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية.
5. السمسرة في الأوراق المالية.

الشكل القانوني للصناديق: تُعرف صناديق الاستثمار من الناحية القانونية بأنها عبارة رؤوس أموال مجتمعة عن طرق مؤسسات الاستثمار الجماعي للأوراق المالية التي تتخذ شكل الشركة المساهمة ذات الشخصية المعنوية[23].

وتنص المادة 35 من قانون سوق رأس المال على أن "يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة مساهمة برأس مال نقدي" وبالتالي لا يجوز المشاركة بالصندوق بحصة عينية، وكذلك اشترط المشرع أن تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه، أو المتعاملين معه أو ممن تربطهم به علاقات أو مصلحه ويرى الباحث أن الحكمة في ذلك هي ضمان حسن إدارة الصندوق وإبعاده عن شبهة التحيز أو المحاباة وتسيير الأمور لصالح المستثمرين. وتتعدد أشكال صناديق الاستثمار وفقاً لمعيار الجهة المالكة للصندوق إلى ثلاثة أشكال:

- صناديق الاستثمار المنشأة في شكل شركة مساهمة برأس مال نقدي للعمل في مجال الأوراق المالية.
- صناديق الاستثمار المنشأة من خلال البنوك.
- صناديق الاستثمار المنشأة من خلال شركات التأمين.

وفضلاً عن الأنواع السابقة فقد أصدر وزير الاقتصاد المصري القرار رقم 935 لعام 1996 بإضافة نشاط صناديق الاستثمار المباشر إلى مجالات أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وتسري القواعد الخاصة بشركات صناديق الاستثمار على صناديق الاستثمار المباشر فيما لم يرد بشأنه نص أو قواعد تضعها الهيئة لهذا النوع، أي أن صناديق الاستثمار المباشر تأخذ شكل شركة مساهمة.

الغرض من إنشاء الصندوق: نصت المادة 140 من اللائحة التنفيذية الهدف من إنشاء الصناديق والحدود والأوضاع التي يتم بشأنها عملية استثمار المدخرات في الأوراق المالية بمعرفة صناديق الاستثمار، حيث أشارت في فقرتها الأولى إلى "تهدف صناديق الاستثمار إلى استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية ولا يجوز لها مزاولة أية أعمال مصرفية وعلى وجه خاص إقراض الغير أو ضمانه أو المضاربة في العملات أو المعادن النفيسة". وبالنظر إلى المادة 140 من اللائحة التنفيذية نجد أن المشرّع حدد أن الهدف من إنشاء صناديق الاستثمار هو تعبئة مدخرات المواطنين بهدف استثمارها في الأوراق المالية بالنيابة عنهم وذلك بأفضل الطرق المتاحة بما يعظّم العائد ويقلل المخاطر، ومنع المشرّع هذه الصناديق من مزاولة أي أنشطة مصرفية أو ما شابه ذلك إلا بموافقة مجلس إدارة الهيئة وفي هذا الصدد نجد أن حصر نشاط الصناديق بالاستثمار في الأوراق المالية فقط إنما يتماشى مع الغرض الأساسي من إنشاء صندوق الاستثمار وهو تلبية حاجة المواطنين الذين لايمتلكون المعرفة الكافية للاستثمار في السوق، ويخدم السوق المالية من جهة أخرى من خلال تنشيط التعامل على الأوراق المالية المتداولة فيها.

مقارنة بين صناديق الاستثمار التي تؤسسها البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار في شكل شركات مساهمة:

الجدول رقم (2) مقارنة بين صناديق الاستثمار التي تؤسسها البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار في شكل شركات مساهمة

مجالات المقارنة	صناديق البنوك وشركات التأمين	صناديق الاستثمار في شكل شركات مساهمة	صناديق الاستثمار المباشر
نوع الصندوق	صندوق مفتوح	صندوق مغلق	صندوق مغلق
الشكل القانوني	أحد أنشطة البنك أو شركة التأمين	شركة مساهمة	شركة مساهمة
الترخيص	قبل الحصول على ترخيص الهيئة لابد من الحصول على ترخيص من البنك المركزي المصري (صناديق البنوك) أو الهيئة العامة للرقابة على التأمين (صناديق شركات التأمين)	يتم الحصول عل الترخيص من قبل مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال	يتم الحصول عل الترخيص من قبل مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال
تداول الوثائق	لايتم قيد وتداول الوثائق في البورصة	يُسمح بقيد وتداول الوثائق في البورصة	يُسمح بقيد وتداول الوثائق في البورصة
رأس مال الصندوق	خمسة ملايين جنيه مدفوعة بالكامل	خمسة ملايين جنيه مدفوعة بالكامل	عشرة ملايين جنيه

			مدفوعة بالكامل
الحد الأقصى للاكتتاب في وثائق الاستثمار	عشرين ضعف المبلغ الذي يُخصص لمباشرة النشاط	عشرة أمثال رأس المال المدفوع	عشرة أمثال رأس المال المدفوع
استرداد قيمة الوثائق	على أساس نصيبها في صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية يوم العمل الأخير من الأسبوع السابق للاسترداد	من خلال بيع الوثيقة في السوق أو إذا نصت نشرة الاكتتاب على هذا الحق	لا يجوز استرداد وثيقة الاستثمار قبل انقضاء المدة.
مدير الصندوق	يدير الصندوق شركة إدارة مستقلة تتوافر لها خبرات مالية وفنية معينة وفقاً للشروط التي حددها القانون 1992/95 ولائحته التنفيذية	يدير الصندوق شركة إدارة مستقلة تتوافر لها خبرات مالية وفنية معينة وفقاً للشروط التي حددها القانون 1992/95 ولائحته التنفيذية	يدير الصندوق شركة إدارة مستقلة تتوافر لها خبرات مالية وفنية معينة
السياسة الاستثمارية	▪ للصندوق الاستثمار في الأوراق المالية المقيدة في البورصة. ▪ ألا تزيد نسبة ما يستثمره في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن 10% من أموال الصندوق وبما لا يجاوز 15% من أوراق تلك الشركة. ▪ لا يجوز للصندوق استثمار أمواله في صناديق الاستثمار الأخرى	▪ الاستثمار في الأوراق المالية المقيدة في البورصة. ▪ ألا تزيد نسبة ما يستثمره في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن 10% من أموال الصندوق وبما لا يجاوز 15% من أوراق تلك الشركة. ▪ ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى عن 10% من أمواله وبما لا يجاوز 5% من أموال الصندوق المستثمر فيه.	▪ للصندوق الاستثمار في الأوراق المالية المقيدة أو غير المقيدة في البورصة. ▪ ألا تزيد نسبة ما يستثمره في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن 25% من أموال الصندوق.
مجلس الإدارة	ليس له مجلس إدارة مستقل عن مجلس إدارة البنك أو شركة التأمين.	مجلس إدارة مستقل	مجلس إدارة مستقل

المصدر: الجدول من إعداد الباحث من خلال اطلاعه على قانون سوق المال 95 لعام 1992 ولائحته التنفيذية.

نوعية الخدمات التي تقدمها صناديق الاستثمار في مصر:

قامت صناديق استثمار البنوك التي تم تأسيسها في مصر بتقديم تشكيلة من الخدمات تكاد تتشابه في مضمونها وأهدافها. فهدفها الأساسي جذب قاعدة العملاء نحو شراء وثائق استثمار الصندوق بتقديم تلك التسهيلات وهي كما يلي:

- عمليات الحفظ لوثائق الاستثمار لدى البنك مجاناً بوصفها جزءاً من الخدمة الملازمة لعملية الاستثمار في الوثائق (صندوق كريدي أجريكول وصندوق البنك الأهلي والبنك المصري الأمريكي وبنك الإسكندرية).
- تقديم القروض بضمان وثائق الاستثمار(صندوق البنك الأهلي المصري وصندوق البنك المصري الأمريكي).
- إصدار شيك بقيمة الأرباح الدورية في حالة طلب العميل (البنك المصري الأمريكي).
- تقديم الخدمات الاستشارية من فريق الخبراء الذي يدير الوثائق في حالة طلب حملة الوثائق المستثمرين أي إفادة أو استفسار (البنك الأهلي المصري).
- إمكانية إعادة استثمار الأرباح الدورية وفقاً لرغبة العميل والأرباح التي تصرف كل 6 شهور (البنك المصري الأمريكي).

النتائج والمناقشة:

مقارنة بين الأنواع المختلفة من صناديق الاستثمار:

المقارنة الأولى هي بين صندوق بنك مصر الأول وصندوق بنك مصر الثاني، وقد اختار الباحث هذين الصندوقين لأنهما ينتميان إلى نوعين مختلفين من فئات الصناديق، فصندوق بنك مصر الأول هو من الصناديق المتوازنة الذي يهدف لتحقيق عائد دوري، في حين أن صندوق بنك مصر الثاني يُعتبر من صناديق الأسهم ويهدف إلى تحقيق نمو رأسمالي لقيمة وثائق الاستثمار، ومن ناحية أخرى فإن كلا الصندوقين تأسسا في السنة نفسها، وبالتالي فإن الظروف العامة التي تتعرض لها الأوراق المالية والتي تؤثر في أسعارها، هي نفسها لكلا الصندوقين، ومن جهةٍ أخرى فإن كلا الصندوقين يتبع نفس شركة الإدارة، ويتبعان نفس البنك المنشئ.

الجدول رقم (3) مقارنة بين صندوقي بنك مصر الأول والثاني

اسم الصندوق	مدير الصندوق	تاريخ بدء النشاط	القيمة الاسمية (جنيه)	الحجم (مليون جنيه)	صافي قيمة الأصل بالجنيه (أيار 2008)	التوزيعات النقدية منذ بدء النشاط وحتى (أيار 2008)	معدل العائد منذ بدء النشاط وحتى (أيار 2008)	العائد بدون احتساب التوزيعات
بنك مصر (الأول)	كونكورد للاستثمارات العالمية	شباط 95	100	500	121.56	100.3	121.86%	21.56%
بنك مصر (الثاني)		أيلول 95	66.67	300	98.86	55.15	131%	48.28%

المصدر: الجدول من إعداد الباحث (الأرقام من الكتاب السنوي للبورصة المصرية 2008)

من الجدول السابق نجد أن معدل العائد المحقق منذ بدء النشاط لكلا الصندوقين هو متقارب مع أفضلية لصندوق بنك مصر الثاني (صندوق النمو الرأسمالي – الأسهم)، أي أنه مع الشروط نفسها والمؤثرات العامة فإن المستثمر المصري يحقق عائداً أفضل عند الاستثمار في صندوق أسهم، ولكن مع الأخذ بالحسبان معدل التضخم، فإن الاستثمار في صندوق بنك مصر الأول هو أفضل، على اعتبار أن القيم الحقيقة للأرباح التي يحصل عليها المستثمر سواءً كانت أرباح رأسمالية أم إيراديه، نحصل عليها من خلال خصم الأرباح المتحققة بمعدل التضخم، وبالتالي إن الاستثمار في بنك مصر الأول (عائد دوري . متوازن) هو أفضل على اعتبار أنه يحقق عائد قريب من عائد صندوق الأسهم، ومع تحمل المستثمر لمخاطر أقل في هذا النوع من الصناديق.

في حين نجد أن العائد بدون احتساب التوزيعات هو أقل بالنسبة لصندوق بنك مصر الأول المتوازن، وهذا الأمر طبيعي، ومردّه إلى السياسة الاستثمارية لهذا الصندوق، والتي تعتمد على توزيع عوائد على حملة الوثائق، في حين أن استثمارات بنك مصر الثاني تتركز على تعظيم القيمة السوقية لوثائق الاستثمار على حساب العوائد التي يتم توزيعها. أي أن التوزيعات النقدية تكون أقل.

ونتوسع أكثر في المقارنة السابقة، فنأخذ ثلاثة صناديق استثمار متوازنة، ونقارنها مع ثلاثة صناديق أسهم

الجدول رقم (4) مقارنة بين صناديق استثمار متوازنة وصناديق استثمار أسهم

نوع الصندوق	اسم الصندوق	مدير الصندوق	تاريخ بدء النشاط	القيمة الاسمية	الحجم (مليون جنيه)	صافي قيمة الأصل بالجنيه (أيار 2008)	التوزيعات النقدية منذ بدء النشاط وحتى (أيار 2008)	معدل العائد منذ بدء النشاط* %	متوسط العائد السنوي %	مجموع متوسط العائد السنوي لكل الصناديق
متوازن	الخبير	القاهرة لإدارة الصناديق	تشرين أول 96	100	100	124.20	33	57.2	4.97	23.97%
	بنك مصر – الأول	كونكورد	شباط 95	100	500	121.56	100.3	121.86	9.37	
	الأهلي المصري – الثاني	الأهلي لإدارة الصناديق	تشرين أول 95	100	300	107.97	112.5	120.47	9.63	
أسهم	كريدي أجريكول الأول	هيرمس	تشرين أول 94	100	300	370.23	220.25	490.48	36.33	%176.67
	بنك مصر – الثاني	كونكورد	أيلول 95	66.67	300	98.86	55.15	131	10.07	
	بنك القاهرة	هيرمس	تشرين ثاني 95	10	200	132	0	1220	97.6	

المصدر: الجدول من إعداد الباحث (الأرقام من الكتاب السنوي للبورصة المصرية 2008)

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن صناديق الأسهم حققت عوائد أفضل من تلك التي حققتها الصناديق المتوازنة، بثلاثة أضعاف تقريباً، والسبب في ذلك يعود بالدرجة الأولى إلى الكفاءة العالية لشركة هيرمس في إدارة صناديق الاستثمار، مع الإشارة إلى أن صناديق الأسهم ضمن العينة السابقة هي صناديق نمو، ولكن ذلك لا يمنحها أفضلية على اعتبار أنه عند حساب معدل العائد تم احتساب التوزيعات السنوية.

المقارنة الثانية هي بين صندوق البنك المصري الخليجي وصندوق اورينت تراست، والمقارنة بين هذين الصندوقين هي مقارنة بين صندوق مفتوح وصندوق مغلق، فصندوق البنك المصري الخليجي هو صندوق مفتوح، في حين أن صندوق اورينت تراست هو صندوق مغلق، ومن ناحية أخرى فإن كلا الصندوقين تأسسا في السنة نفسها وبالتالي فكلاهما تعرضا للظروف نفسها العامة ، ولكن كل من الصندوقين يتبع لشركة إدارة مختلفة.

الجدول رقم (5) مقارنة بين البنك المصري الخليجي واورينت تراست

* **العائد منذ بدء النشاط = (صافي قيمة الوثيقة في أيار 2008 – القيمة الاسمية للوثيقة + التوزيعات) / القيمة الاسمية للوثيقة.**

اسم الصندوق	نوع الصندوق	مدير الصندوق	تاريخ بدء النشاط	القيمة الاسمية	الحجم (مليون جنيه)	صافي قيمة الأصل بالجنيه (أيار 2008)	التوزيعات النقدية منذ بدء النشاط وحتى (أيار 2008)	معدل العائد منذ بدء النشاط وحتى (أيار 2008)
البنك المصري الخليجي	مفتوح عائد . نمو	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	أيار 97	100	100	419.13	197	516.13%
اورينت تراست	مغلق نمو	الشركة المصرية للاستثمار والأعمال المالية	شباط 97	1000	50	1378.34	200	58%

المصدر: الجدول من إعداد الباحث (الأرقام من الكتاب السنوي للبورصة المصرية 2008)

مقارنة صافي قيمة الأصل: بالنظر للجدول السابق نجد أن صافي قيمة الأصل بالنسبة لصندوق أورينت تراست هي أكبر من صافي قيمة الأصل بالنسبة لصندوق البنك المصري الخليجي، وهذا يتلاءم مع كون صندوق أورينت تراست هو صندوق نمو، وهنا يرى الباحث أن هذه الأفضلية التي حققها صندوق أورينت تراست إنما تعود إلى أن القيمة الاسمية لوثيقة أورينت تراست تعادل عشرة أضعاف القيمة الاسمية لوثيقة صندوق البنك المصري الخليجي، والباحث يرى: من الضروري عند إجراء المقارنة السابقة الأخذ بالحسبان القيمة الاسمية لوثيقة الاستثمار لكلا الصندوقين (100 جنيه بالنسبة لصندوق البنك المصري الخليجي و 1000 جنيه بالنسبة لصندوق بنك أورينت تراست) وبذلك تتم المقارنة بشكل صحيح، وما يجب عمله هنا هو إجراء تجزئة لوثيقة استثمار أورينت تراست بحيث تصبح القيمة الاسمية للوثيقة 100 جنيه (وهي القيمة نفسها الإسمية لوثيقة استثمار البنك المصري الخليجي) والجدول الآتي يبين ذلك:

الجدول رقم (6) مقارنة بين البنك المصري الخليجي واورينت تراست (بعد التعديل)

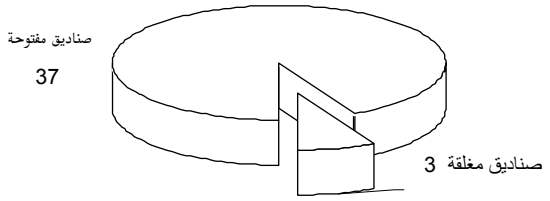
اسم الصندوق	نوع الصندوق	مدير الصندوق	تاريخ بدء النشاط	القيمة الاسمية	الحجم (مليون جنيه)	صافي قيمة الأصل بالجنيه (أيار 2008)	التوزيعات النقدية منذ بدء النشاط وحتى (أيار 2008)	معدل العائد منذ بدء النشاط وحتى (أيار 2008)
البنك المصري الخليجي	مفتوح عائد . نمو	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	أيار 97	100	100	419.13	197	516.13%
اورينت تراست	مغلق نمو	الشركة المصرية للاستثمار والأعمال المالية	شباط 97	100	50	137.834	20	58%

المصدر: الجدول من إعداد الباحث (الأرقام من الكتاب السنوي للبورصة المصرية 2008)

نلاحظ من الجدول رقم (6) أن صندوق البنك المصري الخليجي المفتوح يتفوق وبشكل كبير جداً على صندوق اورينت تراست المغلق، وذلك من ناحية صافي قيمة الأصل[1] ومعدل العائد منذ بدء النشاط، على الرغم أنه من الناحية النظرية يجب أن يتفوق صندوق اورينت تراست على اعتبار أن هدفه الرئيسي هو النمو الرأسمالي، ولو نظرنا إلى

[1] **بالنسبة لصافي قيمة الأصل فتمّ أخذه بشكل مباشر من الكتاب السنوي للبورصة المصرية لعام 2008،**

الصناديق المغلقة في مصر منذ بدء النشاط وحتى الآن لوجدنا أنها تعاني من انخفاض ملحوظ في العائد الإجمالي الذي حققته مقارنةً بالصناديق المفتوحة، وهذا ما يبرر العدد القليل من صناديق الاستثمار المغلقة الموجودة في مصر مقارنةً بعدد الصناديق المفتوحة، والشكل التالي[24] يوضح ذلك:



الشكل (1) صناديق الاستثمار العاملة في مصر

مقارنة عائد صناديق الاستثمار مع عائد مؤشر الهيئة العامة للسوق (عائد محفظة السوق):

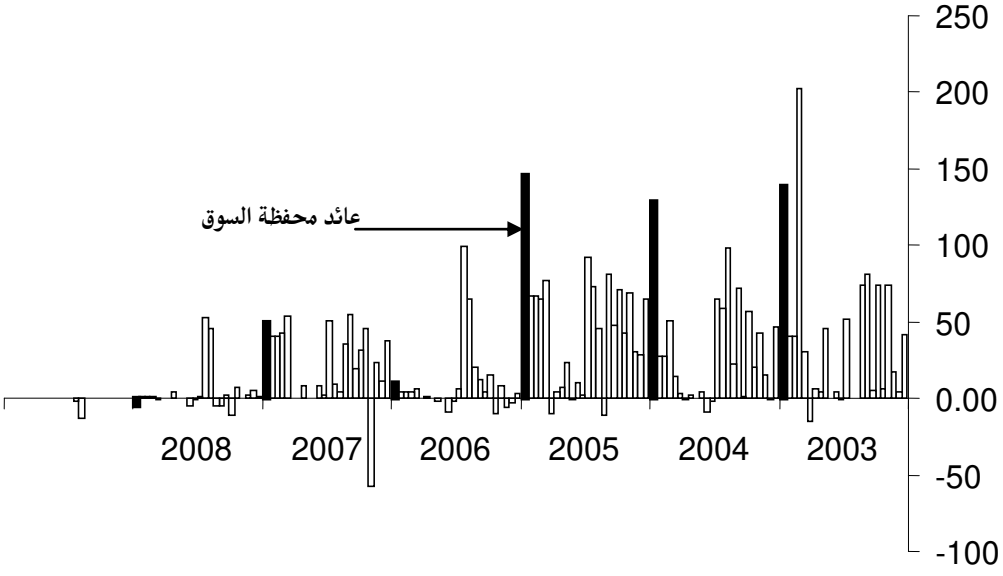
في هذه الفقرة سنقوم بحساب العائد الذي حققته عينة من صناديق الاستثمار كل لوحده، ومقارنته مع معدل نمو مؤشر CASE30 للبورصة المصرية (عائد محفظة السوق). ولكن عند المقارنة سنقوم بتبويب الصناديق وفقاً لأهدافها (نمو، عائد، عائد . نمو)، وهذا يختلف عن التبويب الذي تعتمده الهيئة العامة لسوق المال المصرية في تقريرها السنوي عن البورصة، حيث تقوم بتبويبها وفقاً لنوعية الأوراق المالية التي تستثمر بها.

الجدول رقم (7) مقارنة معدل عائد صناديق الاستثمار مع عائد محفظة السوق [25]

هدف الصندوق	الصندوق	نوع الصندوق	عائد الصندوق % دون احتساب التوزيعات					
			2003	2004	2005	2006	2007	2008
نمو رأسمالي	البنك الأهلي المصري – الأول	متوازن	41.69	46.63	64.46	3.60	38.03	0.91
	بنك كريدي أجريكول مصر – الأول	أسهم	76.76	45.39	49.32	15.44	28.91	-7.72
	بنك الإسكندرية – الأول	أسهم	73.76	56.47	71.00	14.88	31.83	-10.7
	بنك مصر – الثاني	أسهم	5.42	1.29	47.92	3.96	19.42	2.01
	بنك القاهرة	أسهم	81.28	71.75	80.98	12.39	55.06	-4.66
	صندوق استثمار شيلد	أسهم	55.98	30.76	67.42	-49.8	32.87	-0.61
	اورينت تراست	مغلق	3.79	2.22	7.23	-0.13	7.91	3.73
	مصر لصندوق الاستثمار المباشر	مغلق			6.00	-1.08	4.32	1.21
	المجموعة العربية المصرية للتأمين	تحديد الأصول	30.90	14.67	76.98	6.04	53.55	-0.77
	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية – الأول	تحديد الأصول	202.7	50.58	64.50	4.59	42.36	0.73
عائد	بنك مصر – الأول	متوازن	4.06	-1.23	28.07	-2.40	11.22	5.01
	البنك الأهلي المصري – الثاني	متوازن	17.51	15.71	30.36	-6.32	22.99	2.08
	البنك المصري لتنمية الصادرات (الخبير)	متوازن	74.45	42.92	69.18	8.55	-57.1	-0.35
	صندوق الرابح	دخل ثابت	-0.40	-2.29	2.31	-2.20	2.30	-0.75

	بنك كريدي أجريكول مصر – الثالث	دخل ثابت	3.72	-8.57	10.40	-9.42	8.72	-4.95
	البنك التجاري الدولي – الأول (أصول)	دخل ثابت				8.19	7.92	3.23
	بنك مصر إيران للتنمية – الثاني	دخل ثابت				0.02	3.88	-0.81
	بنك فيصل الإسلامي المصري	إسلامي			45.28	-0.14	23.43	-2.24
	العقاري العربي المباشر	مغلق				-15.2	3.61	-9.92
عائد – نمو	بنك قناة السويس	متوازن	6.62	20.14	42.48	-9.94	46.08	7.11
	بنك كريدي أجريكول مصر – الثاني	أسهم	73.57	22.71	-10.99	20.79	35.86	-5.28
	البنك المصري الخليجي	أسهم	97.86	46.12	64.84	4.68	45.39	-12.8
	بنك مصر – الثالث	أسهم	58.36	72.85	98.96	9.46	53.10	-1.99
	بنك مصر ايران للتنمية – الأول	أسهم	52.16	64.51	91.93	6.33	50.87	1.22
	بنك الشركة المصرفية العربية الدولية – الثاني	تحديد الأصول	40.91	27.08	66.65	4.20	41.05	0.82
عائد محفظة السوق			139.17	128.40	146.29	10.26	50.14	-4.80

المصدر: الجدول من إعداد الباحث (الأرقام من الكتاب السنوي للبورصة المصرية 2008)



الشكل (2) مقارنة عائد السوق مع عائد صناديق الاستثمار

بالنظر للجدول السابق وبمقارنة معدل عائد الصناديق مع معدل عائد السوق خلال فترة الدراسة مابين أيار 2002 وأيار 2008 نجد ما يأتي:

صناديق النمو الرأسمالي: حققت جميع صناديق النمو الرأسمالي عائداً اقل من عائد محفظة السوق وذلك في السنوات 2003 حتى 2005، ووحده صندوق بنك الشركة المصرفية العربية الدولية الأول من بين جميع الصناديق حقق معدل عائد أعلى من معدل عائد محفظة السوق في أثناء صعود السوق وذلك في عام 2003، وعندما بدأ عائد محفظة السوق بالهبوط وتسجيل قيماً سلبية نجد أن بعض صناديق النمو الرأسمالي تفوقت عليه؛ إذ إنه باستثناء صندوقي بنك كريدي أكريكول الأول وبنك الإسكندرية الأول فإن جميع الصناديق سجلت عائداً أفضل من عائد محفظة السوق في عام 2008، ويرى الباحث أن هذا النتائج لا تتوافق وإلى حدٍّ بعيد مع أهداف صناديق النمو الرأسمالي، فمن

الناحية النظرية يجب أن تسجل معدلات عائد أفضل من العائد الذي تحققه محفظة السوق، وبالعودة للجدول السابق نجد أنه في فترات صعود السوق فإن صناديق النمو الرأسمالي سجل معدلات عائد إيجابية ولكنها أقل من معدل عائد السوق، وفي فترات الهبوط فإنها حافظت على عوائد إيجابية، وإن كانت هذه العوائد ضئيلة ولكنها أعلى من عائد محفظة السوق. وبالتالي فإن الباحث يرى أن صناديق النمو الرأسمالي لم تحقق الهدف الذي أنشئت من أجله وهو تعظيم القيمة السوقية، وخصوصاً في فترات صعود المؤشر، حيث أنها لم تحقق المطلوب منها أي لم تحقق عائد أعلى من عائد محفظة السوق.

ويرى الباحث أن هذا الأمر يرجح أن يعود إلى السياسة الاستثمارية المتحفظة نوعاً ما، وهذا الأمر نستدل عليه عند هبوط مؤشر السوق إلى قيمة سلبية، حيث أنه من المفترض (وتبعاً لعوائد الصناديق الذي حققته في السنوات بين 2003 و 2007) أن تتبع عوائد صناديق الأسهم مؤشر السوق، وهذا الأمر لم يحدث في فترات الهبوط ولمعظم الصناديق.

صناديق العائد: تميزت هذه الصناديق بمعدل عائد أقل من معدل عائد محفظة السوق بشكل ملحوظ، ويرى الباحث أن ذلك يعود إلى تركيز استثمارات هذه الصناديق على الأوراق المالية التي تتميز بتوزيع عوائد دورية ومنتظمة، وبالتالي فهي تبتعد عن الأوراق المالية التي تتميز بالنمو المستثمر في قيمتها السوقية على حساب التوزيعات التي تقدمها، أي إن إستراتيجية الاستثمار لهذه الصناديق تركّز على الأوراق المالية ذات الأرباح الإيرادية وليس الأرباح الرأسمالية.

ولكن يجب الإشارة إلى أن هذا النوع من الصناديق حقق معدل عائد أفضل من معدل عائد السوق، وذلك عند هبوط عائد محفظة السوق خلال النصف الأول من عام 2008. وهذا الأمر يعكس السياسة المحافظة التي تنتهجها هذه الصناديق؛ إذ إن معظم هذه الصناديق هي من الصناديق المتوازنة، أو من صناديق الدخل الثابت.

صناديق العائد . النمو: تميزت هذه الصناديق بأداء جيد ومستقر، وحققت معدل عائد جيد بين العامين 2003 و 2007، حيث اقترب عائد صناديق (النمو . العائد) من عائد السوق، وتميّزت هذه الصناديق عن بقية الصناديق بأنها حققت . وخصوصاً في عام 2007 عند هبوط عائد محفظة السوق . حققت معدل عائد جيد وقريب من عائد السوق.

ويرى الباحث أنه بالنظر إلى أن معظم الصناديق حققت معدلات أفضل من معدل عائد محفظة السوق خلال النصف الأول من عام 2008، وهذه الفترة تميزت بهبوط في مؤشر الهيئة العامة لسوق المال، يمكن عَدّ الأمر ايجابياً أي أنه يعني أن الخسائر التي تتكبدها هذه الصناديق في فترات الهبوط تبقى في حدود معينة وأقل من الخسائر التي يتحملها المستثمر الذي يتوجه للسوق بشكل مباشر.

الاستنتاجات والتوصيات:

الاستنتاجات

- تسهم صناديق الاستثمار في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية، حيث تقوم بدور فعال في توجيه الأموال الفائضة نحو سوق الأوراق المالية.
- تشكل صناديق الاستثمار المفتوحة غالبية صناديق الاستثمار العاملة في مصر.
- تشكل صناديق الاستثمار التي تكوّنها البنوك القسم الأكبر من صناديق الاستثمار العاملة في مصر.
- من المهم جداً التركيز على الجانب القانوني والتنظيمي لصناديق الاستثمار، وذلك خوفاً من تحولها إلى ما يشبه جامعي الأموال.

- يمكن الاستفادة من تجربة صناديق الاستثمار في مصر، وخاصة فيما يتعلق بالصناديق التي تؤسسها البنوك.
- يعتبر صندوق الاستثمار أداة لمساعدة المستثمر الصغير على تنويع استثماراته ومن ثم تقلقل حجم المخاطر التي يتعرض لها فيما لو قام بالاستثمار بمفرده.

التوصيات:

- وجود مؤشر لقياس أداء صناديق الاستثمار إلى جانب مؤشر الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية.
- وفيما يتعلق بسوق مالية ناشئة من الأفضل أن تتولى البنوك القيام بتأسيس صناديق الاستثمار على اساس مجموعة من العوامل: المركز المالي القوي للبنك بحيث يكون جاهزاً وبشكل دائم للإيفاء باحتياجات الصندوق لمواجهة طلبات الاسترداد، والسمعة الجيدة للبنك والتي تكون ضرورية لتسويق وثائق صناديق الاستثمار.
- من الضروري توافر أدوات إدارة المخاطر في سوق الأوراق المالية مثل العقود المستقبلية والخيارات، بهدف توفير الأمان للصناديق التي لا تحقق مستوى تنويع جيد.
- تخفيف المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار.
- التقييم المستمر والدائم لصناديق الاستثمار بهدف الوقوف بشكل دائم على حقيقة أدائها، وللتعرف على معوقات عملها.
- بغض النظر عن الجهة التي تؤسس الصندوق فمن الضروري أن يُعهد بإدارة الصندوق على جهة ذات خبرة.
- من الضروري أن تكون الأهداف الاستثمارية للصناديق واضحة بهدف وضوح الرؤية أمام المستثمر.

المراجع:

1. هندي، منير إبراهيم. *صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين*. منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1994، 12.
2. عبد الحافظ، السيد البدوي. *إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة*. دار الفكر العربي، القاهرة، 159.
3. عيسى، سيد. *تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر*. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل، تقييم صناديق الاستثمار في مصر، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، القاهرة، 1997، 75.
4. قاسم، منى. *صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين*. الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1995، 45.
5. سمك، نجوى عبد الكريم. *تقييم أداء صناديق الاستثمار المحلية في مصر. سلسلة أوراق كلية الاقتصاد والعلوم السياسية*، العدد السابع، جامعة القاهرة، 2000، 12.
6. حنفي، عبد الغفار. أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. الدار الجامعية، مصر، 2005، 475.
7. HERBERT, B. Mayo, *Investment Introduction*. Third ed. Dryden Press, 1991, 422-424.
8. REILLY, F. *Investment Analysis Portfolio Management*, (2nd ed), I11.: The Deyden Press,1985, 838-839.
9. عبد الحافظ، السيد البدوي. *إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة*. دار الفكر العربي، القاهرة، 163.
10. عبد الحافظ، السيد البدوي. *إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة*. دار الفكر العربي، القاهرة، 163.
11. هندي، منير إبراهيم. *إدارة الأسواق والمنشآت المالية*. منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، 345.
12. غنيم، حسين عطا الله. *دراسات في التمويل*. المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، 26.

13. WLOF, H. *Personal Financial Planning*. Boston: Allyn & Bacon, 1989, 552.
14. حمامي، عبد الكريم. *صناديق الاستثمار المشتركة*. حلب، 2000، 70 – 73.
15. المرجع السابق، 74، 75.
16. المرجع السابق، 82 –84.
17. تهامي، عز الدين فكري . *تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر: مدخل محاسبي كمي*. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل ، الجوانب المحاسبية لصناديق الاستثمار، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، القاهرة، 1997 ، 11.
18. SHARPE, W. and Alexander, G *Investments* (4th ed), N.J.:Prentice Hall, 1990,663.
19. غنيم،حسين عطا الله. *دراسات في التمويل*. المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، 92.
20. أحمد، مصطفى علي. *صناديق الاستثمار: مزاياها/ أنواعها/ التكييف الشرعي*. ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل، التكيف الشرعي لصناديق الاستثمار، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، القاهرة، 1997 .114.
21. النجار، فريد. *البورصات والهندسة المالية*. القاهرة، 1995 ،228.
22. الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على: النجار، فريد. *الإدارة المالية الإستراتيجية والأسواق والمؤسسات المالية*. بيت الإدارة للاستشارات والتدريب، القاهرة، 2000 ، 195– 198.
23. قاسم، منى. *صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين*. الدار المصرية اللبنانية ، القاهرة، 1995 ، 168.
24. التقرير الشهري للبورصة المصرية للأوراق . أيار 2008.
25. قام الباحث بإعداد الجدول وذلك بالاعتماد على بيانات مأخوذة من الكتاب السنوي للبورصة المصرية للأوراق المالية لمجموعة من السنوات وتم حساب معدل النمو من قبل الباحث وذلك بين أيار 2002 وأيار 2008.