

## تحليل مقارن لأداء صناديق الاستثمار في البنوك العامة التجارية المصرية وصناديق الاستثمار في البنوك الاستثمارية باستخدام المقاييس المرجحة بالمخاطر بالتطبيق على سوق رأس المال المصري

الباحث : محمد جاد حسن على

### ملخص:

**مشكلة البحث:** تدور حول معرفة أسباب تفوق الأداء في صناديق الاستثمار بالبنوك الاستثمارية عن صناديق الاستثمار بالبنوك العامة التجارية المصرية العاملة بالسوق المصري.

**أهداف الدراسة:** تهدف الدراسة إلى تحليل أداء صناديق الاستثمار باستخدام ثلاثة مقاييس مختلفة للتقييم وهي مقاييس شارب وترينور وجنسن، واختبار تأثير بعض العوامل على الأداء لمعرفة أسباب الفارق.

### Abstract:

**Problem of the Study:** The study revolves around identifying the reasons behind the out performance in the mutual funds in the investment banks compared to the mutual funds in national banks of Egypt operating in the Egyptian Marketplace.

**Purposes of the Study:** The current study aims at analyzing the performance of the investment funds using three different measures which are Sharpe, Treynor, and Jensen Measures. And test the effect of some factors on the performance to know the reasons for the difference.

## المبحث الأول : مقدمة الدراسة

### المقدمة:

تعد صناديق الاستثمار هي الوافد الحديث لسوق رأس المال المصري والتي من خلالها ستخرج البنوك التجارية المصرية من إطار العمل المصرفي التقليدي (عمليات الوساطة المالية) إلى دور أوسع وأكثر شمولاً يواكب التغيرات الدولية في الأداء المصرفي، وإن كانت صناديق الاستثمار في الأسواق الصاعدة تتسابق مع صناديق الاستثمار الدولية في إنجلترا وأمريكا للوصول إلى معدلات أفضل للأداء فيجب أن تصل صناديق الاستثمار المصرية الناشئة إلى هذا المستوى، وتعد صناديق الاستثمار من أهم صيغ تعبئة المدخرات في الوقت الحاضر ولا ريب أن ما نقره في كل يوم عن انتقال رؤوس الأموال الضخمة بغرض الاستثمار بين أسواق العالم إلا شاهداً بأهمية هذه الصناديق التي من شأنها توجيه هذه الاستثمارات إلى تنمية النشاط الاقتصادي داخل الدولة .

### أولاً : الدراسات السابقة :

(١)دراسة (Galagedera et al., 2018)<sup>(١)</sup>

**بمعنوان :** نموذج مقترح لقياس أداء صناديق الاستثمار بالتطبيق على الصناديق المتوازنة بالولايات المتحدة الأمريكية .

**هدفت الدراسة** إلى التوصل لنموذج جديد يفسر أداء الصناديق المتوازنة في الولايات المتحدة الأمريكية من منظور جديد يختلف عن مقارنة أداء الصندوق بمحفظة السوق أو مقارنة أداء الصناديق بالصناديق المنافسة وذلك من خلال تصميم نموذج الكتروني يقوم بتحليل أداء الصناديق عند مستويات مختلفة من الظروف المحيطة ودرجة الخطر التي تتعرض له تلك الصناديق .

**توصلت الدراسة** إلى مؤشر جديد يقيس أداء صناديق الاستثمار الأمريكية المتوازنة عند مستويات المخاطر المختلفة ووفقاً لكل مرحلة من مراحل عمل الصندوق، وأن النموذج الجديد يفسر التغير في أداء الصناديق المتوازنة في الولايات المتحدة من منظور جديد يختلف عن مقارنة أداء الصندوق بمحفظة السوق أو مقارنة

أداء الصناديق بالصناديق المنافسة وذلك من خلال تصميم نموذج الكتروني يقوم بتحليل أداء الصناديق عند مستويات مختلفة من الظروف المحيطة ودرجة الخطر التي تتعرض له.

## (٢) دراسة (Yarovaya, Larisa and Mirza, 2020)<sup>(٢)</sup>

دراسة بعنوان مرونة صناديق الأسهم الإسلامية خلال COVID-19: دليل من الأداء المعدل حسب المخاطر وأنماط الاستثمار وتوقيت التقلبات.

هدفت الدراسة التي أجريت في جامعة لاهور للعلوم الإدارية في باكستان والتي اختبرت الأداء المعدل بالمخاطر لصناديق الأسهم الإسلامية والتقليدية خلال المراحل الثلاث لوباء COVID-19. توصلت الدراسة إلى النتائج التالية

١- أن صناديق الأسهم الإسلامية أظهرت فروقاً في الأداء المعدل حسب المخاطر ، وأنماط الاستثمار ، وتوقيت التقلبات مقارنة بنظيراتها التقليدية. على وجه التحديد .

٢- كشفت النتائج أن صناديق الأسهم الإسلامية أكثر مقاومة لصدمة COVID-19 ، لأنها تفوقت على نظيراتها غير الإسلامية خلال أشهر الذروة للوباء.

٣- تؤكد هذه النتائج على خصائص الملاذ الآمن لصناديق الأسهم الإسلامية ، وهو أمر مفيد للمستثمرين الذين يهدفون إلى التحوط من مخاطر الأوبئة. يكشف تحليل النمط عن انجراف الاستثمار من الأساليب الأكثر خطورة إلى الخيارات الأكثر حكمة استجابةً لحالات عدم اليقين الكامنة وراء كل مرحلة.

٤- أن صانعي السياسات يجب أن يواصلوا التحقيق في الأصول المالية الإسلامية ومبادئها الأساسية لتحسين مرونة الأنظمة المالية لمواجهة أي أحداث مستقبلية.

## ثانياً : مشكله الدراسة :

تدور حول التعرف على أسباب تفوق الأداء في صناديق الاستثمار بالبنوك الاستثمارية عن صناديق الاستثمار بالبنوك العامة التجارية المصرية حيث أظهرت

الدراسة الاستطلاعية خلال فترة الدراسة أن المتوسط العام للعائد للصناديق بالبنوك العامة التجارية المصرية أقل من المتوسط العام للعائد في الصناديق الاستثمارية للبنوك الاستثمارية والأجنبية.

### ثالثاً: الدراسة الاستطلاعية:

من خلال الإطلاع على البيانات المنشورة بمواقع البنوك التجارية ومواقع البنوك الاستثمارية ٢٠٠٥/١/١ إلى ٢٠١٠/١٢/٣١ بعد استبعاد عام ٢٠٠٨ وذلك للأحداث الانهيار الاقتصادي تبين أن متوسط العائد لصناديق الاستثمار في البنوك العامة التجارية ٦.٤٠% و تبين وجود تقارب بين معدل الأداء العادي لذلك تم اخذ عينة من صناديق الاستثمار في البنوك الاستثمارية والأجنبية العاملة في السوق المصري كعينة للمقارنة حيث تبين أن متوسط العائد للبنوك الاستثمارية يمثل ٨.٦٨%.

### رابعاً: أهمية الدراسة:

يعتبر السوق المصري من الأسواق الناشئة حيث تعتبر صناديق الاستثمار أحدث الأدوات إلى السوق المصري والدراسات في هذا المجال قليلة لحدثة التجربة بالمقارنة بالدول المتقدمة، وتمثل أهمية الدراسة الحالية في بعدين أساسيين هما:

١- الناحية العلمية

٢- الناحية العملية

#### ١- الناحية العلمية:

تمثل الدراسة محاولة من الباحث للمساهمة في سد الفجوة العلمية الموجودة نتيجة لاختلاف الدراسات السابقة بشأن العوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار بشكل عام مع التركيز على المقارنة بين تجربة القطاع العام بالمقارنة بالمثل الأجنبي والاستثماري .

#### ٢- الناحية العملية:

تتبع أهمية الدراسة من الناحية العملية على مستوى الاقتصاد القومي في الدور الذي تلعبه بنوك القطاع العام بشكل عام وصناديقها الاستثمارية بشكل خاص حيث أن أحد أهم الأدوار المنوطة بها هي تمويل عمليات الاقتصاد القومي المختلفة.

### خامسا: أهداف الدراسة:

ويمكن تحقيق أهداف الدراسة من خلال تحقيق الأهداف التالية:

- ١- تقييم أداء صناديق الاستثمار في البنوك العامة التجارية والصناديق في البنوك الاستثمارية باستخدام ثلاثة مقاييس مختلفة للتقييم وهي مقاييس شارب وترينور وجنس، وهي المقاييس المتعارف عليها في هذا المجال حيث أنها مقاييس للعائد المعدل بالخطر.
- ٢- اختبار تأثير بعض العوامل على الأداء للصناديق في البنوك العامة التجارية والصناديق في البنوك الاستثمارية والتي يمكن استخدامها لتفسير أداء الصناديق والمقارنة بينها.

### سادسا: مجتمع وعينة الدراسة :

**مجتمع الدراسة:** يتضمن مجتمع الدراسة الحالية من صناديق الاستثمار الخاضعة للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ البالغ عددها (72) صندوق استثماري تعمل بالسوق المصري بالفترة من 2005 إلى 2010م.

**عينة الدراسة:** الصناديق التي تحقق عليها شروط الدراسة (٢٢) صندوق استثماري من صناديق الاستثمار في بنوك القطاع العام المصري وهي على سبيل الحصر صناديق الاستثمار في (بنك القاهرة- البنك الأهلي - بنك مصر) والصناديق في البنوك الاستثمارية صاحبة الأداء المرتفع في فترة الدراسة.

### سابعا: فروض الدراسة:

في ضوء مشكلة وأهداف الدراسة والإطار النظري لها، فإنها تستهدف بشكل جوهري اختبار الفروض التالية:

#### الفرض الأول:

" لا يوجد تأثير معنوي بين كل المتغيرات المستقلة وبين المتغيرات التابعة لقياس أداء الصناديق في البنوك العامة التجارية والصناديق في البنوك الاستثمارية والأجنبية .

لاختبار هذا الفرض تم اختبار الفروض الفرعية التالية:

#### **الفرض الفرعي الأول من الفرض الأول:**

"لا يوجد تأثير معنوي بين كل المتغيرات المستقلة وبين المتغيرات التابعة لقياس أداء الصناديق في البنوك العامة التجارية والصناديق في البنوك الاستثمارية والأجنبية".

#### **الفرض الفرعي الثاني من الفرض الأول:**

"لا يوجد تأثير معنوي بين كل المتغيرات المستقلة وبين المتغيرات التابعة لقياس أداء الصناديق في البنوك الاستثمارية والأجنبية".

#### **الفرض الفرعي الثالث من الفرض الأول:**

"لا يوجد تأثير معنوي بين كل المتغيرات المستقلة وبين المتغيرات التابعة لقياس أداء الصناديق في البنوك العامة التجارية".

#### **الفرض الثاني:**

"لا توجد علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة وبين المتغيرات التابعة لقياس أداء الصناديق في البنوك العامة التجارية والصناديق في البنوك الاستثمارية والأجنبية".

### **ثامنا: أسلوب الدراسة :**

#### **١ - الدراسة النظرية :**

وتشمل الكتب والمراجع والدوريات العلمية الخاصة بمجال الدراسة سواء العربية أم الأجنبية بالإضافة إلى النشرات والتقارير والأبحاث التي تعدها الجهات الرسمية المعتمدة .

#### **٢ - الدراسة الميدانية :**

حيث يقوم الباحث بدراسة ميدانية لتحديد أهم العوامل التي تؤدي إلى تحسين أداء صناديق الاستثمار سواء المتعلقة بالصناديق الاستثمارية أو المتعلقة بشركات إدارتها .

## تاسعا: مصدر البيانات وأنواعها :

### (أ) المصادر الثانوية :

- يمكن تحديد البيانات التي تم الاعتماد عليها في تحقيق أهداف الدراسة في ضوء مشكلة الدراسة والمتغيرات المتعلقة بها واعتمد الباحث في تكوين الإطار النظري على الكتب العربية والأجنبية والمجلات والدوريات العلمية والأبحاث العلمية المتخصصة المنشورة وغير المنشورة أيضاً.
- تم الاعتماد على بعض البيانات الثانوية المنشورة وغير المنشورة ذات الصلة بموضوع الدراسة من خلال الرجوع إلى المكتبات، والدراسات والدوريات والنشرات والمقالات،

### (ب) المصادر الأولية :

#### ١- قائمة الاستبيان:

- تم جمع البيانات الأولية اللازمة للدراسة من خلال قائمة الاستبيان وذلك للحصول على البيانات من معدلات العائد الخاصة بعينة الدراسة (٢٢) صندوق .
  - تجميع بيانات عن معدلات الأداء لسوق الأوراق المالية بالبورصة المصرية (EGX30).
  - تجميع البيانات عن معدلات العائد علي أذون الخزانة لمدة (91) يوماً
- ٢- **الدراسة التحليلية :** تم تفريغ البيانات من استثمارات الاستبيان وتصنيفها وتبويبها لتسهيل عملية تحليلها وتفسيرها، وذلك لاستخلاص النتائج والتوصيات، ولقد تم تحليل البيانات التي تم الحصول عليها باستخدام الوسائل الإحصائية لاختبار صحة الفروض .

## عاشرا: أساليب التحليل الإحصائي:

استخدم الباحث الأساليب الإحصائية التالية لاختبار فروض الدراسة :

١- استخدام أسلوب الارتباط الخطي البسيط (Simple Linear Correlation) وذلك لمعرفة اتجاه ودرجة تأثير المتغير المستقل (كل متغير مستقل بمفرده) علي مستوى أداء الصناديق الاستثمارية المصرية (المتغير التابع)، بهدف تحديد مدي قوة العلاقة .

٢- استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression): ويعرف باختصار بأنه تعبير كمي لطبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع .

## المبحث الثاني: صناديق الاستثمار

### مفهوم صناديق الاستثمار:

صناديق الاستثمار هي مجموعة من الأوراق المالية المختارة بدقة وعناية ليناسب كل منها أهداف فريق معين من المستثمرين المحتملين. أما جمهورها المستهدف فهم أساساً المستثمرون الذين لا تتوافر لديهم موارد مالية كافية لبناء محفظة (تشكيلة) خاصة من الأوراق المالية. والمستثمرون الذين قد تتوافر لديهم الإمكانيات المالية ولكن تنقصهم الخبرة والمعرفة أو لا يتوافر لديهم الوقت الكافي لإدارة تلك التشكيلة.<sup>(٣)</sup>

### نشأة صناديق الاستثمار:

ترى إحدى الدراسات أن بداية ظهور صناديق الاستثمار كان في اسكتلندا عام ١٨٧٠ في شكلها المغلق ثم انتقلت إلى الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٢٩ في الشكل المفتوح (وليس عام ١٩٢٤ كما أشارت الدراسة الأولى) وتم تقنين عملها بصدور عدة قوانين أمريكية عام ١٩٣٣ لتنظيم التعامل في الأوراق المالية بشكل عام، ولقد أنشئ معهد شركات الاستثمار لنشر المعلومات والإحصائيات الخاصة بعمل



الصناديق الأمر الذي ساعد على ازدهارها وانتشارها بالولايات المتحدة حتى بلغ عددها عام ١٩٤٧ حوالي ٣٥٢ صندوقاً ثم ارتفع لأكثر من ٥٠٠٠ صندوقاً عام ١٩٩٤ ثم تأسيس أول صندوق في بريطانيا عام ١٩٣١ وتطورت الصناديق إلى الشكل المفتوح عام ١٩٦٦ وكانت بداية الصناديق في فرنسا عام ١٩٤٥ بينما في ألمانيا عام ١٩٥٠ وتلى ذلك انتشارها في باقي أوروبا واليابان وساعد على انتشارها في أوروبا القانون الأوروبي الموحد عام ١٩٨٥ الذي ساعد على توسيع نطاق عمل الصناديق ليشمل دول الاتحاد الأوروبي كلها بداية من سبتمبر عام ١٩٨٩ ترى دراسة خامسة أن صناديق الاستثمار نشأت في الولايات المتحدة عام ١٩٢٩ وكانت حوالي ٢٩ صندوقاً بأصول لا تزيد عن ٢٠٠ مليون دولار ثم ارتفعت إلى ٢٥ بليون دولار عام ١٩٨٠ بمشاركة ٦% من الشعب الأمريكي وقفزت بعد ذلك إلى تريليون دولار بمساهمة ٢٥% من الشعب الأمريكي عام ١٩٩٠<sup>(٤)</sup>.

### أنواع صناديق الاستثمار طبقاً لطبيعة رأس المال ووثائق الاستثمار:<sup>(٥)</sup>

#### ١- الصناديق المغلقة Closed End-Fund:

هي تلك الصناديق التي تصدر بها وثائق مقابل رأسمالها بالكامل مرة واحدة للاكتتاب العام ويظل رأس المال ثابتاً بدون تغيير ولذلك تسمى بالصناديق ذات رأس المال الثابت Fixed-Capital Fund ، ويعنى ذلك أن الصندوق غير ملزم برد الأموال التي حصل عليها إلى المستثمرين، وأن من يرغب في استرداد أمواله فعليه بيع وثائق الاستثمار التي يمتلكها في البورصة.

#### ٢- الصناديق المفتوحة Open End-Fund:

وهي الصناديق التي يتسم رأسمالها بالتغير مع حركة طلبات الاسترداد بواسطة المستثمرين، حيث ينخفض رأس المال عن طريق قيام المستثمرين فيها باسترداد قيمة وثائقهم من الصندوق، وقد يتم زيادة رأس المال بإصدار وثائق جديدة سواء كبدل للوثائق المستثمرة أو لزيادة رأس المال في حالة وجود طلب من المستثمرين الجدد.

### المبحث الثالث : أدوات تقييم أداء صناديق الاستثمار

يعتمد تقييم صناديق الاستثمار على مكونين رئيسيين هما العائد والمخاطرة المرتبطة بذلك العائد، ويقصد بالعائد مقدار الزيادة التي قد تطرأ على رأس المال المستثمر نتيجة استثماره، أما المخاطرة فهي تصف التقلبات في العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة، وبالتالي لا يمكن تقييم أداء الصناديق الاستثمارية بشكل دقيق بمعزل عن قياس العائد والمخاطرة معاً. ويمكن تصنيف المخاطر الاستثمارية بشكل رئيسي إلى المخاطر المالية، والمخاطر المادية، والمخاطر التشغيلية. ويهدف تحديد تلك المخاطر والتنبؤ بها إلى تقليل فرص حدوثها، أو ربما إن امكن منع وقوعها مستقبلياً، لأن معالجة المخاطر حال وقوعها قد يخفف من تبعاتها وآثارها السلبية على الاستثمار، كما أن دراسة تلك المخاطر يُمكن أصحاب القرار الاستثماري من كيفية معالجة تلك المخاطر وتحجيمها بالمستقبل ونقدم فيما يلي بعض الأساليب المستخدمة في تقييم أداء الصناديق الاستثمارية وشركات إدارتها.

■ **الأساليب البسيطة للتقييم (Simple Methods of Evaluation)** وتشمل: متوسط العائد بمفرده، ومؤشرات المخاطرة بمفردها (الانحراف المعياري، معامل بيتا، معامل الاختلاف).

■ **الأساليب المركبة في تقييم أداء الصناديق الاستثمارية**

تقوم فكرة المؤشرات المركبة (المزدوجة) Risk-adjusted Performance (RAPMs) Measures على ترجيح عوائد الصناديق الاستثمارية بالمخاطرة المنطوية عليها تحقيق تلك العوائد، وذلك لأن بعض المديرين قد يتبعون استراتيجيات استثمارية ذات مخاطر عالية بغية الحصول على عوائد أعلى، وحتى تكون المقارنة بين الصناديق الاستثمارية واقعية فلا بد من أن يؤخذ مستوي المخاطرة في استثمارات كل صندوق في الاعتبار حتى يتم الحكم بصورة أكثر دقة على أداء سوق الصناديق ككل وأداء كل نوعية من أنواع الصناديق المصرية، وذلك من خلال تقدير قيمة مقاييس التقييم المختلفة والتي من أشهرها وأكثرها استخداماً في السوق المصرية والعالمية ما يلي:

- مقياس شارب (Measure Sharpe)
  - مقياس ترينور (Measure Treynor)
  - مقياس جنسن (Jensen Alfa Measure)
- أ) وفقاً لمقياس شارب للأداء : (Sharpe, 1966)<sup>(١)</sup>

$$\text{ش} = \frac{\overline{م - ا م} - \overline{م - ا م}}{\delta} \quad (\text{مقياس شارب})$$

حيث:

$$\begin{aligned} \text{ش} & \text{ هي قيمة مؤشر شارب.} \\ \overline{م} & \text{ هي متوسط العائد الإجمالي للمحفظة أ خلال فترة معينة.} \\ \overline{م - ا م} & \text{ هي متوسط معدل العائد الخالي من الخطر خلال نفس الفترة.} \\ \delta & \text{ هي الانحراف المعياري للعائد علي المحفظة أ خلال نفس الفترة.} \\ \overline{م - ا م} & \text{ هي العائد الإضافي (علاوة الخطر) علي المحفظة أ.} \end{aligned}$$

هذا وقد تم استخدام العائد علي أذن الخزانة ٩١ يوماً (٣ أشهر تقريباً) كمؤشر لمعدل العائد الخالي من الخطر في الدراسة الحالية وهو ما يتسق مع طريقة القياس علي أساس ربع سنوي

- ب) وفقاً لمقياس ترينور للأداء : (Treynor, 1965)<sup>(٢)</sup>

$$\text{ت} = \frac{\overline{م - ا م} - \overline{م - ا م}}{\text{بيتا}} \quad (\text{مقياس ترينور})$$

حيث:

$$\begin{aligned} \text{ت} & \text{ هي قيمة مؤشر ترينور.} \\ \text{بيتا أ} & \text{ هي معامل بيتا الخاص بالمحفظة أ.} \end{aligned}$$

ج) وفقاً لمقياس جنسن (ألفا) للأداء: (Jensen, 1968)<sup>(أ)</sup>

$$\overline{ألفا} = (\overline{م} - \overline{م_1}) - \beta(\overline{م} - \overline{م_2})$$

$\overline{ألفا}$  هي الفرق بين العائد الإضافي الفعلي على المحفظة أ خلال فترة معينة، وعلاوة الخطر على هذه المحفظة التي كان يجب تحقيقها في ظل مستوي المخاطر المنتظمة الخاص بتلك المحفظة.

$\overline{م}$  هي معدل العائد على محفظة السوق خلال فترة معينة.

المبحث الرابع: الدراسة الميدانية

اختبارات الفروض وتحليل النتائج:

الفرض الأول: "لا يوجد تأثير معنوي بين كل المتغيرات المستقلة وبين المتغيرات التابعة لقياس أداء الصناديق في البنوك العامة التجارية والصناديق في البنوك الاستثمارية والاجنبية".

لاختبار هذا الفرض تم اختبار الفروض الفرعية التالية:

\* الفرض الفرعي الأول من الفرض الأول:

"لا يوجد تأثير معنوي بين كل المتغيرات المستقلة وبين المتغيرات التابعة لقياس أداء الصناديق في البنوك العامة التجارية والصناديق في البنوك الاستثمارية والاجنبية".

لتحديد أهم المتغيرات المستقلة التي تؤثر في المتغير التابع (قياس أداء الصندوق بمقياس شارب) تم استخدام الانحدار المتدرج، يعرض جدول رقم (٤) نتائج الانحدار المتدرج للمتغير التابع (مقياس شارب) على المتغيرات المستقلة في البنوك، ويتضح من الجدول معنوية نموذج الانحدار المقدر عند مستوى معنوية 1% حيث أن قيمة F المحسوبة (18.593) و (Sig(P-value = 0.000) أقل من مستوى المعنوية، كما يتضح من الجدول معنوية معاملات الانحدار والحد الثابت من خلال قيم t، Sig.، ويتضح من الجدول أن أهم المتغيرات المستقلة التي تؤثر في المتغير التابع (مقياس شارب) حسب دخولها في النموذج هي:

- نوع الصندوق (أسهما).

- شركات الإدارة .
  - هدف الصندوق نمو .
- وتفسر 58.3% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (مقياس شارب) .

جدول (١) تقديرات نموذج الانحدار المتدرج للبنوك ككل

التقديرات				المتغيرات المستقلة	F (sig.)	معامل التحديد R2	المتغيرات التابعة
Sig.	t	$\beta$					
.000	-5.167	-3.652	Constant	X7.2 x8 X3.1	18.593 (0.000)	0.583	مقياس شارب
.006	3.125	1.672	X7.2				
.006	3.067	1.520	x8				
.009	3.006	1.357	X3.1				
.000	-4.620	-2.266	Constant	X7.2 X3.3 X6	17.061 (0.000)	0.468	مقياس ترينور
.001	4.130	2.375	X7.2				
.003	3.716	1.512	X3.3				
.028	2.928	-1.072	X6				
.000	-5.258	-2.454	Constant	X7.2 X8	12.358 (0.000)	0.436	مقياس جنسن ألفا
.022	2.484	1.209	X7.2				
.024	2.448	1.103	x8				

المصدر: إعداد الباحث من خلال مخرجات برنامج SPSS .

ويتضح من الجدول إن إشارة معاملات الانحدار موجبة مما يدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات المستقلة في النموذج (نوع الصندوق "أسهما" ، شركات الإدارة، هدف الصندوق "نمو") وبين المتغير التابع.

وبالنسبة لمقياس ترينور يتضح من الجدول معنوية نموذج الانحدار المقدر عند مستوى معنوية 1% حيث أن قيمة F المحسوبة (17.061) و Sig (P- value = 0.000) أقل من مستوى المعنوية ، كما يتضح من الجدول معنوية معاملات

الانحدار والحد الثابت من خلال قيم  $t$ ،  $Sig.$ ، ويتضح من الجدول أن أهم المتغيرات المستقلة التي تؤثر في المتغير التابع (مقياس ترينور) حسب دخولها في النموذج هي:

- نوع الصندوق (أسهما) .
- هدف الصندوق نمو والدخل .
- مصروفات النشاط .

وتفسر %46.8 من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (مقياس ترينور) . ويتضح من الجدول أن إشارة معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة (نوع الصندوق "أسهما"، هدف الصندوق "نمو والدخل") موجبة مما يدل على وجود علاقة طردية بين تلك المتغيرات المستقلة وبين المتغير التابع، بينما إشارة معامل الانحدار للمتغير المستقل (مصروفات النشاط) سالبة مما يدل على وجود علاقة عكسية بين هذا المتغير وبين المتغير التابع.

وبالنسبة لمقياس جنسن ألفا يتضح من الجدول معنوية نموذج الانحدار المقدر عند مستوى معنوية %1 حيث أن قيمة  $F$  المحسوبة (12.358) و  $Sig (P- value = 0.000)$  أقل من مستوى المعنوية ، كما يتضح من الجدول معنوية معاملات الانحدار والحد الثابت من خلال قيم  $t$ ،  $Sig.$ ، ويتضح من الجدول أن أهم المتغيرات المستقلة التي تؤثر في المتغير التابع (مقياس جنسن ألفا) حسب دخولها في النموذج هي:

- نوع الصندوق (أسهما) .
- شركة الإدارة .

وتفسر %43.6 من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (مقياس جنسن ألفا) ويتضح من الجدول أن إشارة معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة في النموذج (نوع الصندوق "أسهما"، شركة الإدارة) موجبة مما يدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات المستقلة والتابعة.

مما سبق يتضح عدم صحة الفرض الفرعى الأول من الفرض الأول وصحة الفرض البديل:

"يوجد تأثير معنوى بين كل المتغيرات المستقلة وبين المتغيرات التابعة لقياس أداء الصناديق فى البنوك العامة التجارية والصناديق فى البنوك الاستثمارية والأجنبية".

\* الفرض الفرعى الثانى من الفرض الأول:

"لا يوجد تأثير معنوى بين كل المتغيرات المستقلة وبين المتغيرات التابعة لقياس أداء الصناديق فى البنوك الاستثمارية والأجنبية".

لتحديد أهم المتغيرات المستقلة التى تؤثر فى المتغير التابع (قياس أداء الصندوق بمقياس شارب) تم استخدام الانحدار المتدرج، يعرض جدول رقم (2) نتائج الانحدار المتدرج للمتغير التابع (مقياس شارب) على المتغيرات المستقلة فى البنوك الاستثمارية، ويتضح من الجدول معنوية نموذج الانحدار المقدر عند مستوى معنوية 1% حيث أن قيمة F المحسوبة (31.542) و Sig (P-value = 0.000) أقل من مستوى المعنوية، كما يتضح من الجدول معنوية معاملات الانحدار والحد الثابت من خلال قيم t، Sig، ويتضح من الجدول أن أهم المتغيرات المستقلة التى تؤثر فى المتغير التابع (مقياس شارب) حسب دخولها فى النموذج هى:

- شركات الإدارة.
  - هدف الصندوق (عائد).
  - نوع الصندوق (أسهما).
- وتفسر 61.0% من التغيرات التى تحدث فى المتغير التابع (مقياس شارب).

جدول (2) تقديرات نموذج الانحدار المتدرج للبنوك الإستثمارية والاجنبية

التقديرات				المتغيرات المستقلة	F (sig.)	معامل التحديد R2	المتغيرات التابعة
Sig.	t	$\beta$					
.000	-7.622	-3.450	Constant	x8 X3.2 X7.2	31.542 (0.000)	0.610	مقياس شارب
.002	4.553	1.521	x8				
.006	3.864	1.310	X3.2				
.009	3.361	1.282	X7.2				
.000	-4.854	-2.192	Constant	X7.2 X3.3 X6	19.586 (0.000)	0.526	مقياس تريونر
.003	4.526	2.035	X7.2				
.004	3.853	1.105	X3.3				
.021	2.723	-0.988	X6				
.000	-5.459	-2.357	Constant	X7.2 X6 X8	14.980 (0.000)	0.453	مقياس جنسن ألفا
.006	3.898	1.120	X7.2				
.008	3.522	-1.044	X6				
.012	2.849	0.839	x8				

المصدر: إعداد الباحث من خلال مخرجات برنامج SPSS .

وبالنسبة لمقياس تريونر يتضح من الجدول معنوية نموذج الانحدار المقدر عند مستوى معنوية 1% حيث أن قيمة F المحسوبة (19.586) و Sig (P- value = 0.000) أقل من مستوى المعنوية ، كما يتضح من الجدول معنوية معاملات الانحدار والحد الثابت من خلال قيم t ، Sig.، ويتضح من الجدول أن أهم المتغيرات المستقلة التي تؤثر في المتغير التابع (مقياس تريونر) حسب دخولها في النموذج هي:

- نوع الصندوق (أسهما) .
  - هدف الصندوق (نمو والدخل) .
  - مصروفات النشاط .
- وتفسر 52.6% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (مقياس تريونر) .



وبالنسبة لمقياس جنسن ألفا يتضح من الجدول معنوية نموذج الانحدار المقدر عند مستوى معنوية 1% حيث أن قيمة F المحسوبة (14.980) و Sig (P- value = 0.000) أقل من مستوى المعنوية ، كما يتضح من الجدول معنوية معاملات الانحدار والحد الثابت من خلال قيم t ، Sig. ، ويتضح من الجدول أن أهم المتغيرات المستقلة التي تؤثر في المتغير التابع (مقياس جنسن ألفا) حسب دخولها في النموذج هي:

- نوع الصندوق (أسهما) .
- مصروفات النشاط .
- شركة الإدارة .

وتفسر 45.3% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (مقياس جنسن ألفا) .  
مما سبق يتضح عدم صحة الفرض الفرعى الثانى من الفرض الاول وصحة الفرض البديل:

"يوجد تأثير معنوى بين كل المتغيرات المستقلة وبين المتغيرات التابعة لقياس أداء الصناديق فى البنوك الإستثمارية والاجنبية" .  
\* الفرض الفرعى الثالث من الفرض الأول:

"لا يوجد تأثير معنوى بين كل المتغيرات المستقلة وبين المتغيرات التابعة لقياس أداء الصناديق فى البنوك العامة التجارية المصرية" .

لتحديد أهم المتغيرات المستقلة التي تؤثر في المتغير التابع (قياس أداء الصندوق بمقياس شارب) تم استخدام الانحدار المتدرج، يعرض جدول رقم (3) نتائج الانحدار المتدرج للمتغير التابع (مقياس شارب) على المتغيرات المستقلة فى البنوك العامة التجارية ، ويتضح من الجدول معنوية نموذج الإنحدار المقدر عند مستوى معنوية 1% حيث أن قيمة F المحسوبة (15.749) و Sig (P- value = 0.000) أقل من مستوى المعنوية ، كما يتضح من الجدول معنوية معاملات الانحدار والحد الثابت من خلال قيم t ، Sig. ، ويتضح من الجدول أن أهم المتغيرات المستقلة التي تؤثر في المتغير التابع (مقياس شارب) حسب دخولها في النموذج هي:

- نوع الصندوق (أسهما) .

• هدف الصندوق (عائد) .

وتفسر 41.5% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (مقياس شارب) .

جدول (3) تقديرات نموذج الانحدار المتدرج للبنوك العامة التجارية

التقديرات				المتغيرات المستقلة	F (sig.)	معامل التحديد R2	المتغيرات التابعة
Sig.	t	$\beta$					
.000	-6.685	-3.892	Constant	X7.2 X3.2	15.749 (0.000)	0.425	مقياس شارب
.001	4.243	1.421	X7.2				
.009	3.667	1.362	X3.2				
.000	-4.925	-3.327	Constant	X7.2 X6	11.024 (0.000)	0.382	مقياس ترينور
.001	4.781	2.418	X7.2				
.011	3.734	-1.342	X6				
.000	-6.201	-3.210	Constant	X7.2 X3.1	13.529 (0.000)	0.401	مقياس جنسن ألفا
.009	3.154	1.372	X7.2				
.026	3.022	-.952	X3.1				

المصدر: إعداد الباحث من خلال مخرجات برنامج SPSS

وبالنسبة لمقياس ترينور يتضح من الجدول معنوية نموذج الانحدار المقدر عند مستوى معنوية 1% حيث أن قيمة F المحسوبة (11.024) و (Sig (P- value = 0.000) أقل من مستوى المعنوية ، كما يتضح من الجدول معنوية معاملات الانحدار والحد الثابت من خلال قيم t ، Sig، ويتضح من الجدول أن أهم المتغيرات المستقلة التي تؤثر في المتغير التابع (مقياس ترينور) حسب دخولها في النموذج هي:

• نوع الصندوق (أسهما) .

• مصروفات النشاط .

وتفسر 38.2% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (مقياس ترينور) .

وبالنسبة لمقياس جنسن ألفا يتضح من الجدول معنوية نموذج الانحدار المقدر عند مستوى معنوية 1% حيث أن قيمة F المحسوبة (13.529) و (Sig (P- value = 0.000) أقل من مستوى المعنوية ، كما يتضح من الجدول معنوية معاملات

الانحدار والحد الثابت من خلال قيم  $t$ ،  $Sig.$ ، ويتضح من الجدول أن أهم المتغيرات المستقلة التي تؤثر في المتغير التابع (مقياس جنسن ألفا) حسب دخولها في النموذج هي:

- نوع الصندوق (أسهما).
- هدف الصندوق (نمو).

وتفسر %40.1 من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (مقياس جنسن ألفا). مما سبق يتضح عدم صحة الفرض الفرعي الثالث من الفرض الأول وصحة

**الفرض البديل:**

"يوجد تأثير معنوي بين كل المتغيرات المستقلة وبين المتغيرات التابعة لقياس أداء الصناديق في البنوك العامة التجارية".  
الفرض الثاني :

"لا توجد علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة وبين المتغيرات التابعة لقياس أداء الصناديق في البنوك العامة التجارية والصناديق في البنوك الاستثمارية".

لاختبار هذا الفرض تم الأخذ في الاعتبار نوع البنك كما يلي:  
بالنسبة لصناديق الاستثمار بالبنوك ككل:

لاختبار هذا الفرض تم استخدام معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة (عمر الصندوق - حجم الصندوق - هدف الصندوق - نمو - هدف الصندوق - المخاطر الكلية للصندوق "الانحراف المعياري" - المخاطر المنتظمة للصندوق "بيتا" - مصروفات النشاط - نوع الصندوق "سندات" - نوع الصندوق "أسهما" - شركات الإدارة) وبين مقاييس الأداء الثلاثة (مقياس شارب - مقياس ترينور - مقياس جنسن ألفا) في البنوك محل الدراسة، يعرض جدول رقم (4) معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة، ويتضح من الجدول وجود ارتباط طردي قوى بين (نوع الصندوق "أسهما") وبين مقياس ترينور لقياس الأداء حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.678). ومعنوية عند مستوى معنوية %1،

تحليل مقارن لأداء صناديق الاستثمار في البنوك العامة التجارية المصرية وصناديق الاستثمار في البنوك ...

محمد جاد حسن على

ويتضح من الجدول وجود ارتباط طردي متوسط بين (هدف الصندوق عائد) وبين المقاييس الثلاثة حيث بلغت قيمة معاملات الارتباط (0.427) لمقياس شارب، (0.452) لمقياس ترينور، (0.415) لمقياس جنسن ألفا وهي معاملات معنوية عند مستوى معنوية 5% .

كما يتضح من الجدول وجود علاقة عكسية متوسطة بين (المخاطر الكلية للصندوق (الانحراف المعياري) وبين قياس الأداء بكل من (مقياس شارب - مقياس ترينور) حيث بلغت معاملات الارتباط (-0.430) ، (-0.454) على الترتيب وهي معاملات معنوية عند مستوى معنوية 5% . بينما توجد علاقة عكسية ضعيفة بين المخاطر الكلية للصندوق (الانحراف المعياري) وبين قياس الأداء بمقياس جنسن ألفا حيث بلغت معاملات الارتباط (-0.358) وهي معنوية عند مستوى معنوية 5% .

جدول (4) معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة للعينة ككل

مقياس	مقياس	مقياس	مقاييس الأداء	المتغيرات المستقلة
جنسن ألفا	ترينور	شارب		
.080	.207	.208		عمر الصندوق-بالسنوات
.214	.362*	.354*		حجم الصندوق
.156	.346*	.173		هدف الصندوق نمو
.415*	.452*	.427*		هدف الصندوق عائد
.347*	.350*	.382*		هدف الصندوق نمو والدخل
-.358*	-.454*	-.430*		المخاطر الكلية للصندوق (الانحراف المعياري)
-.199	-.197	-.185		المخاطر المنتظمة للصندوق (بيتا)
-.330*	-.370*	-.342*		مصروفات النشاط
-.091	-.271	-.288		نوع الصندوق (سندات)
.519**	.678**	.572**		نوع الصندوق (أسهما)
.513**	.479*	.564**		شركات الإدارة

\* معاملات معنوية عند مستوى معنوية 5%

\*\* معاملات معنوية عند مستوى معنوية 1%

بالنسبة لصناديق الاستثمار للبنوك الاستثمارية والأجنبية :

تحليل مقارن لأداء صناديق الاستثمار في البنوك العامة التجارية المصرية وصناديق الاستثمار في البنوك ...

محمد جاد حسن على

يعرض جدول رقم (5) معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة للبنوك الاستثمارية، ويتضح من الجدول وجود ارتباط طردي قوى بين (نوع الصندوق "أسهما") وبين مقياس ترينور لقياس الأداء حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (.663). ومعنوي عند مستوى معنوية 1%، ويتضح من الجدول وجود ارتباط طردي قوى بين (هدف شركات الإدارة) وبين مقياس شارب حيث بلغت قيمة معاملات الارتباط (0.601) ومعنوي عند مستوى معنوية 1% .

جدول (5) معاملات الارتباط للمتغيرات المستقلة و التابعة للبنوك الاستثمارية والأجنبية

مقياس جنسن ألفا	مقياس ترينور	مقياس شارب	مقاييس الأداء المتغيرات المستقلة
.120	.116	.305*	عمر الصندوق بالسنوات
.289*	.310*	.431*	حجم الصندوق
.319*	.428*	.392*	هدف الصندوق نمو
.501**	.537**	.508**	هدف الصندوق عائد
.360*	.384*	.393*	هدف الصندوق نمو والدخل
-.317*	-.325*	-.322*	المخاطر الكلية للصندوق (الانحراف المعياري)
-.172	-.153	-.123	المخاطر المنتظمة للصندوق (بيتا)
-.305*	-.325*	-.301*	مصروفات النشاط
-.121	-.153	-.132	نوع الصندوق (سندات)
.592**	.663**	.593**	نوع الصندوق (أسهما)
.521**	.434*	.601**	شركات الإدارة

\* معاملات معنوية عند مستوى معنوية 5%

\*\* معاملات معنوية عند مستوى معنوية 1%

بالنسبة لصناديق الاستثمار للبنوك العامة التجارية:

تحليل مقارن لأداء صناديق الاستثمار في البنوك العامة التجارية المصرية وصناديق الاستثمار في البنوك ...

محمد جاد حسن على

يعرض جدول رقم (6) معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة للبنوك العامة التجارية، ويتضح من الجدول وجود ارتباط طردي متوسط بين (نوع الصندوق "أسهما") وبين مقياس الأداء الثلاثة حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (.550) لمقياس شارب، (.542) لمقياس ترينور، (.501) لمقياس جنسن ألفا ومعنوي عند مستوى معنوية 1%.

جدول (6) معاملات الارتباط للمتغيرات المستقلة و التابعة للبنوك العامة التجارية

مقياس الأداء	مقياس شارب	مقياس ترينور	مقياس جنسن ألفا
المتغيرات المستقلة			
عمر الصندوق بالسنوات	.121	.183	.109
حجم الصندوق	.321*	.311*	.256
هدف الصندوق نمو	.102	.324*	.302*
هدف الصندوق عائد	.405*	.415*	.492*
هدف الصندوق نمو والدخل	.336*	.342*	.372*
المخاطر الكلية للصندوق (الانحراف المعياري)	-.451*	-.403*	-.329*
المخاطر المنتظمة للصندوق (بيتا)	-.112	-.107	-.132
مصروفات النشاط	-.316*	-.332*	-.315*
نوع الصندوق (سندات)	-.342*	-.253	-.073
نوع الصندوق (أسهما)	.550**	.542**	.501**
شركات الإدارة	.532**	.411*	.423**

\* معاملات معنوية عند مستوى معنوية 5%

\*\* معاملات معنوية عند مستوى معنوية 1%

مما سبق يتضح عدم صحة الفرض الثاني وصحة الفرض البديل:

"توجد علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة وبين المتغيرات التابعة لمقياس أداء الصناديق في البنوك العامة التجارية والصناديق في البنوك الاستثمارية".

## ثامناً: النتائج والتوصيات :

### (أ) النتائج:

- من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن نوع الصناديق (أسهم) يساهم في تفسير تفوق الأداء لصالح الصناديق في البنوك الاستثمارية عن الصناديق بالبنوك التجارية حيث تبين أن نوع الصناديق (أسهم) يأتي متقدماً في النماذج الثلاثة للانحدار المتدرج بالإضافة وجود ارتباط طردي قوى بين نوع الصندوق (أسهم) وبين مقياس ترينور لقياس الأداء حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.678) ومعنوية عند مستوى 1% وهو ما يتفق في هذا الصدد مع دراسة (Dietz, 1968).
- توصلت الدراسة إلى أهمية شركات الإدارة في تفسير الأداء لصالح صناديق الاستثمار في البنوك الاستثمارية عن الصناديق بالبنوك العامة التجارية حيث أن شركة الإدارة (هيرميس) يأتي ثاني أهم متغير يساهم في تفسير الأداء في نموذج الانحدار المتدرج لمقياس شارب ومقياس جنسن ألفا بعد نوع الصندوق (أسهم) وتفسير 58.3% و 43.6% على الترتيب من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع ، بالإضافة إلى ذلك وجود ارتباط طردي قوى بين شركات الإدارة وبين مقياس شارب و مقياس جنسن ألفا حيث بلغ معامل الارتباط (0.564) و (0.513) على الترتيب ومعنوية 1%.
- توصلت الدراسة إلى أهمية هدف الصندوق (نمو) في تفسير أداء لصالح صناديق الاستثمار في البنوك الاستثمارية، حيث يعتبر ثالث أهم العوامل بعد نوع الصندوق أسهم وشركات الإدارة، التي تساهم في تفسير الأداء في نموذج الانحدار المتدرج بمقياس شارب حيث تساهم في تفسير 58.3% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع، حيث أن الأدبيات في مجال الاستثمار التي تشير باستمرار إلى أن هدف النمو دائماً ما يصاحبه ارتفاع في الأداء (Volkman&Wohar 1995).

## (ب) التوصيات:

بناء على النتائج السابقة توصى الدراسة بضرورة التركيز على الخصائص الآتية التي يرتبط الأداء الجيد بها:

- التركيز على صناديق الأسهم حيث يأتي تصنيف صناديق الأسهم في المرتبة الأولى في النماذج الثلاثة (شارب، ترينور، جنسن) للانحدار المتدرج ومتفوقا على جميع متغيرات الدراسة.
- التركيز على شركات الإدارة (هيرميس) حيث تحتل المرتبة الثانية في ترتيب المتغيرات التي تفسر أداء صناديق الاستثمار في نموذج الانحدار المتدرج لمقياس شارب ومقياس جنسن ألفا.
- التركيز على صناديق (النمو) حيث تبين أن هدف الصندوق (النمو) يأتي في المرتبة الثالثة بعد نوع الصندوق (أسهم) وشركات الإدارة، في نموذج الانحدار المتدرج بمقياس شارب.

## الدراسات المستقبلية:

- إدخال متغيرات جديدة لنموذج الانحدار حتى يمكن تفسير أكبر قدر من التغير في مستويات الأداء.
- دراسة العوامل السلوكية والكمية المؤثرة في أداء صناديق الاستثمار (دراسة تطبيقية).



## المراجع:

- (1) UaGalagedera, Israfil Roshdi, Hirofumi Fukuyama, Joe Zhu, "A New Network DEA Model for Mutual Fund Performance Appraisal: An Application to U.S. Equity Mutual Funds", The International Journal of Management Science, Vol. 77, No. 1, 2018.
- 2- Yarovaya, Larisa and Mirza, Nawazish and Rizvi, Syed Kumail Abbas and Saba, Irum and Naqvi, Bushra, The Resilience of Islamic Equity Funds during COVID-19: Evidence from Risk Adjusted Performance, Investment Styles and Volatility Timing (November 25, 2020).
- (٣) منير هندی، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٤
- (٤) أمال عبد السلام، "الإطار القانوني لصناديق الاستثمار" مؤتمر صناديق الاستثمار، القاهرة جامعة القاهرة، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ١٩٩٧ ص ٢٣١.
- (٥) نظير رياض محمد، الإدارة المالية والعولمة، المكتبة العصرية، المنصورة، ٢٠٠١ .
- (6) Sharp, W. " Mutual Funds Performance" Journal of Business, Vol. 39, No. 1, 1966, PP. 119 – 138.
- (7) Treynor, Jack L., "How to Rate Management of Investment Funds", Harvard. Business Review, Vol. 43, No. 1 (January-February. 1965), pp. 63-76.
- (8) Jensen, Michael C., "The performance of mutual funds in the period 1945-1964", Journal of Finance Vol.23, No.2,1968, PP .389-416.